

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

DE LA

Baisse de certaines valeurs à revenu fixe

ET PARTICULIÈREMENT DES

Obligations de Chemins de fer français

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le samedi 29 novembre 1913, à 3 heures

PAR

Paul CONDOM

Président : M. HITIER, professeur
Suffragants { MM. LESEUR, professeur
SOUCHON, professeur

PARIS

JURIS-CLASSEURS

18, RUE SÉGUIER, 18

1913

THÈSE
POUR
LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

DE LA

Baisse de certaines valeurs à revenu fixe

ET PARTICULIÈREMENT DES

Obligations de Chemins de fer français

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le samedi 29 novembre 1913, à 3 heures

PAR

Paul CONDOM



Président : M. HITIER, *professeur*
Suffragants { MM. LESEUR, *professeur*
SOUCHON, *professeur*

PARIS

JURIS - CLASSEURS

18, RUE SÉGUIER, 18

1913



Digitized by the Internet Archive
in 2026

DE LA

Baisse de certaines valeurs à revenu fixe

ET PARTICULIÈREMENT
DES OBLIGATIONS DE CHEMINS DE FER FRANÇAIS

INTRODUCTION

Dans ces quinze dernières années, de 1895 à 1913, tous les fonds d'État de premier ordre de la vieille Europe et toutes les valeurs assimilables (emprunts divers ayant la garantie d'un État) ont subi une baisse considérable que fait ressortir le tableau de la page 6.

Une baisse aussi générale, aussi accentuée, aussi persistante, a été amenée, sans nul doute, par des causes d'ordre économique agissant à la fois dans tous les pays.

Mais ces causes ne sont pas seules à produire toutes les perturbations constatées. Comment expliqueraient-elles, par exemple, que les consolidés anglais ont eu leur baisse la plus accentuée, plus de quatre points, entre les 30 juin 1909 et 1910, alors que, pendant la même période, la rente française

DÉSIGNATION DES VALEURS	COURS AU 30 JUIN DES ANNÉES :										
	1898	1902	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913
Rente française 3 o/o.....	102.55	101.60	98.50	96.02	94.27	94.20	97.30	97.97	94.87	92.67	83.57
Consol. anglais 2 1/2.....	111.25	97.50	90.60	88.75	87.25	87.50	86.50	82.45	80 »	76.20	72.50
Danemark 3 1/2 o/o 1886...	»	»	101.40	99 »	97 »	93.50	96.90	93.05	93 »	»	82 »
Egypte unifiée.....	109 »	110.50	106.15	106.50	102 »	101.80	103.60	101.30	101.15	101.15	97.40
Hollande 3 o/o.....	»	98 »	97.50	96 »	92 »	92.20	95 »	89.90	85 »	83 »	77.90
Norvège 3 1/2 o/o 1912....	104.90	102.75	97.10	99.65	95.70	96.25	98 »	97.75	95.95	93.25	83.75
Suédois 1/2 o/o 1895.....	103.60	103.70	98.80	101.25	96 »	98.75	101 »	97.75	99.25	97 »	92.40
Suisse 3 1/2 o/o 1899-1902..	»	»	102 »	102.35	100.20	98.75	99.20	97.65	94.70	91.80	84.90

maintenait et améliorerait même quelque peu sa position?

En dehors donc des causes d'ordre général, des causes particulières à chaque valeur contribuaient à accentuer leur baisse ou, au contraire, à l'enrayer.

Il serait donc indispensable pour rechercher les raisons qui ont provoqué les différences de cours des valeurs mentionnées plus haut d'examiner la situation de chacune d'elles en particulier. Or, c'est là un travail qui, pour être à peu près exact et complet, nécessiterait, en une matière aussi délicate, une documentation considérable.

Nous nous bornerons donc à étudier une seule catégorie de valeurs, les obligations de chemins de fer français.

Cette étude nous permettra de mettre en lumière les causes d'ordre économique général qui ont fait baisser toutes les valeurs à revenu fixe.

De plus, la rente française et les obligations des chemins français ont des rapports très étroits. Nous devons donc examiner les causes de hausse et de baisse qui ont influé tout spécialement sur notre fonds national.

Enfin, l'étude des fluctuations des cours des obligations de chemins de fer nous amènera à examiner, sous certains rapports, la vie économique de notre pays dans ces dernières années.

Mais, tout d'abord, qu'est-ce que les obligations de chemins de fer français?

Le capital nominal (1) de l'ensemble des titres de cette nature en circulation était pour les années :

1902	de	17.962 millions
1904	—	17.975 —
1906	—	17.821 —
1908	—	18.227 —
1910	—	18.605 —
1912	—	18.927 —

Nous avons dit qu'il existait une affinité très grande entre les obligations de chemins de fer français et la rente française. Il convient d'insister sur ce point.

Cette affinité est motivée par deux causes principales :

1° La garantie d'intérêts donnée par l'État aux actionnaires et obligataires des compagnies ;

2° La même clientèle *obligatoire* que possèdent les deux catégories de valeurs.

Garantie d'intérêts. — On a écrit des volumes sur la garantie d'intérêts : nous voulons seulement dire ici en quoi elle consiste.

Après avoir remboursé à la Banque de France les dettes contractées envers elle pendant la guerre de 1870, les hommes d'État qui dirigeaient les destinées de notre pays songèrent à développer l'outillage économique de la nation. La construction de nombreuses lignes nouvelles de chemins de fer fut notamment projetée.

1. Statistique fournie par M. A. Neymarck, dans *le Rentier* du 17 juillet 1913.

Mais, pour réaliser ce plan, deux obstacles principaux se présentaient.

En premier lieu des capitaux considérables étaient nécessaires et il était difficile à l'État d'emprunter directement dans ce but car il devait déjà faire de très gros appels au crédit (emprunts en rente 3 o/o amortissable) pour effectuer les autres grands travaux projetés.

En second lieu, les nouvelles lignes ne présentaient pas un intérêt économique de premier ordre et leur exploitation devait forcément être déficitaire dans les premières années. Il était donc indispensable d'assurer des avantages spéciaux aux compagnies chargées d'assurer le trafic.

De ces besoins sont nées les fameuses conventions de 1883.

Dégagées de toutes leurs dispositions accessoires, ces conventions ont établi les nouveaux rapports de l'État et des grandes compagnies sur les bases suivantes :

1^o Les nouvelles lignes sont entièrement construites par les compagnies pour le compte et aux frais de l'État. Mais celui-ci fait emprunter par les compagnies pour couvrir les charges qui lui incombent. Il s'engage à rembourser celles-ci en payant les intérêts et l'amortissement du capital emprunté.

Les obligations émises par les compagnies en exécution de cette clause constituent donc un *véritable emprunt déguisé de l'État*.

2^o Suivant les règles établies par les conventions

de 1859, les compagnies prennent, en principe, à leur charge les dépenses de superstructure. Mais ces dépenses sont limitées à un prix forfaitaire soit global, soit kilométrique : l'État devant payer, le cas échéant, le surplus.

Les sommes mises à la charge des compagnies de ce chef s'élèvent à 330 millions, non compris le matériel roulant et le mobilier qui restent entièrement à la charge des exploitants, mais dont ceux-ci se réservent l'entière propriété en fin de concession.

3° Les déficits d'exploitation sont entièrement portés au compte de premier établissement, c'est-à-dire supportés par l'État, jusqu'à l'achèvement complet des lignes à construire.

Toutefois cette clause fut, en grande partie, abrogée par les conventions postérieures des 20 avril 1889, 20 juin 1889, 16 octobre 1890, 16 janvier 1892, etc.

4° L'État s'engage à verser aux compagnies, mais à titre d'avances remboursables productives d'intérêts :

a) Les sommes nécessaires pour assurer aux actions des dividendes minima calculés d'après la moyenne des dividendes distribués dans les dernières années antérieures à 1883 ;

b) Les fonds suffisants pour payer l'intérêt et l'amortissement des obligations émises par les compagnies pour subvenir aux dépenses mises à leur charge personnelle par les conventions ;

5° La dette des compagnies remboursée, les deux tiers des bénéfices réalisés, après prélèvement des

charges financières et d'un certain dividende (1), sont remis à l'État.

La durée de la garantie d'intérêts n'est pas la même pour toutes les compagnies. Elle expirera :

1° Au 31 décembre 1914 pour le Nord et le P.-L.-M. ;

2° Au 31 décembre 1935 pour l'Est ;

3° En fin de concession pour l'Ouest, l'Orléans, le Midi.

Pour ces deux dernières compagnies la durée de la garantie a fait l'objet de contestations, mais la question a été tranchée dans le sens le plus favorable aux actionnaires et obligataires par deux arrêts du Conseil d'État des 12 janvier 1895 et 26 juillet 1912 (2)

Par cette brève analyse des conventions de 1883, on peut se rendre compte, et c'est là le point qui nous intéresse, que les obligations de chemins de fer français sont en réalité une valeur d'État.

Le fait est certain pour les obligations Ouest, Orléans et Midi, puisque jusqu'à la fin l'État paiera lui-même ou garantira le paiement des intérêts et de l'amortissement de ces titres.

En ce qui concerne les valeurs des autres compagnies, la situation est un peu différente en apparence, mais le résultat est le même en réalité. Il faut distinguer, en effet, les obligations émises pour couvrir les dépenses à la charge de l'État de celles qui

1. Ce dividende n'est pas le même que le dividende minimum dont il est question plus haut.

2. V. *infra*, p. 129.

constituent un emprunt réel des compagnies. Les premières conservent jusqu'à leur entier remboursement le caractère de fonds d'État déguisé ; les secondes auront comme seule garantie, à partir de 1914, la solvabilité, d'ailleurs indiscutable, des compagnies.

Voilà comment les choses se présentent en théorie, mais il n'en est pas du tout de même en pratique, car il n'a été fait aucune distinction, lors de leur émission, entre les deux catégories d'obligations. Rien ne permet de distinguer les titres dont l'État paie les intérêts et l'amortissement des autres. Qu'arriverait-il, dans ces conditions, si, contre toute vraisemblance d'ailleurs, les compagnies ne pouvaient faire face à leurs engagements ? L'État ne pourrait se borner à verser comme précédemment la même annuité qui permettrait seulement de verser un acompte à tous les obligataires. Il y aurait ainsi des créanciers de l'État, ayant avancé de l'argent pour couvrir des dépenses à sa charge, qui ne seraient pas payés suivant les termes de leur contrat. Un pays soucieux de son crédit ne pourrait évidemment agir ainsi. L'État français serait donc, semble-t-il, moralement obligé de prendre à sa charge les intérêts et l'amortissement de toutes les obligations émises par les compagnies défaillantes.

Clientèle obligatoire. — Il résulte de divers textes légaux et réglementaires que l'emploi de fonds en rente 3 o/o et en valeurs garanties par l'État, com-

prenant les obligations de chemins de fer français, est obligatoire dans nombre de cas.

L'emploi obligatoire est prescrit notamment pour le compte des ayants droit suivants :

1° La femme mariée sous le régime dotal pour le remploi de ses biens dotaux ;

2° Le mineur ;

3° L'incapable ;

4° La veuve ;

5° L'orphelin ;

6° Les établissements de bienfaisance ;

7° Les différentes institutions dont les fonds sont gérés par la Caisse des dépôts et consignations, notamment :

a) Les Caisses d'épargne (lois du 31 mars 1837 et du 20 juillet 1895) ;

b) Le fonds de garantie des Caisses d'épargne (loi du 20 juillet 1895).

c) La Caisse nationale d'épargne postale (loi du 9 avril 1881) ;

d) La Caisse nationale des retraites pour la vieillesse (loi du 20 juillet 1886 et décret du 28 décembre 1886) ;

e) La Caisse nationale d'assurance en cas de décès et en cas d'accidents (loi du 11 juillet 1868 et décret des 10 août 1868 et 13 août 1877) ;

f) Les Sociétés de secours mutuels (loi du 1^{er} avril 1898) ;

g) Les différents organismes concourant à l'appli-

cation de la loi sur les retraites ouvrières (loi du 5 avril 1910, art. 15) ;

Etc... etc...

8° Les Compagnies d'assurances contre les accidents du travail (loi du 9 avril 1898, art. 27).

9° Les Compagnies françaises d'assurances sur la vie (loi du 17 mars 1905).

10° Les Compagnies étrangères d'assurances sur la vie pratiquant l'assurance en France (loi du 17 mars 1905).

Il est assez difficile d'évaluer exactement l'importance des valeurs ainsi immobilisées.

Des documents officiels fournissent des renseignements précis sur le portefeuille détenu par la Caisse des dépôts et consignations. Les sommes employées s'élevaient au 31 décembre 1912 à 8.625.824.200 fr. (1).

En ce qui concerne les autres titulaires obligés des valeurs de l'État et garanties par l'État, aucun chiffre exact des valeurs immobilières de ce chef ne peut être donné avec certitude.

D'après M. Edmond Théry, il existait, au 1^{er} janvier 1912, 9 milliards à 9 milliards et demi de 3 0/0 perpétuel Français et environ 1 milliard de francs d'obligations de chemins de fer retirés en fait de la circulation.

Maintenant que nous avons exposé ce qu'est la

1. Sur cette somme, il avait été employé notamment : en rente 3 0/0, 4.220.275.740 fr. 13, en rente 3 0/0 amortissable, 1 811.107.293 fr. 21, en obligations des compagnies de chemins de fer, 328.170.644 fr. 22.

clientèle obligatoire des rentes sur l'État et valeurs garanties, voyons comment l'existence de cette clientèle spéciale contribue à rendre étroitement solidaires les marchés de ces diverses valeurs.

L'examen des faits montre immédiatement la cause de ce qui se produit. Les intéressés, ayant le choix entre diverses valeurs présentant une égale sécurité, donnent évidemment leur préférence au titre qui se trouve momentanément le plus avantageux. Faisons toutes réserves toutefois pour la Caisse des dépôts et consignations, qui a tendance à acheter presque exclusivement de la rente (1).

En second lieu, et toujours exception faite de la Caisse des dépôts et consignations, quand la parité n'existe plus entre les cours des diverses valeurs dont l'achat est autorisé, les intéressés sont encore, tout naturellement, conduits par le juste souci de leurs intérêts à arbitrer le titre haut coté, qu'ils détiennent, contre la valeur dont l'achat est momentanément plus avantageux. Cette opération est faite avec une grande compétence, et de façon particulièrement suivie par les compagnies d'assurances qui ont grand intérêt à faire produire le maximum à leurs capitaux.

Continuant l'étude des rapports de la rente 3 o/o et des obligations de chemins de fer, nous remarquerons que la rente est plus influencée par les fluctua-

1. Ce n'est plus aussi exact depuis quelques années. Les achats de cet établissement en obligations de chemins de fer tendent, en effet, à s'accroître dans une certaine mesure.

tions de cours des obligations provoquées par des motifs particuliers à ces valeurs que les obligations par les causes de hausse ou de baisse de la rente. La raison en est que le capital non immobilisé de la rente (9 à 10 milliards environ) est moins considérable que celui des obligations (16 à 17 milliards).

Il serait donc juste d'appliquer aux obligations de chemins de fer la parole typique que prononçait M. Magne (1), au sujet de la rente française :

« La rente est le remorqueur du crédit de l'État. »

Et l'on peut continuer la citation pour faire ressortir combien il est dangereux de s'attaquer à la rente et plus encore aux obligations de chemins de fer : « Est-ce que jamais on a eu l'idée de charger un remorqueur pour alléger les bateaux qu'il doit traîner? Lorsque la rente monte, tout monte. On le sait si bien que, lorsqu'on a à émettre des valeurs autres que la rente, la spéculation qui, elle, a un intérêt à faire monter ces valeurs, fait monter la rente encore une fois parce que, quand la rente monte, toutes les autres valeurs suivent le même mouvement ascensionnel. »

Les éléments que nous venons de dégager vont nous permettre de rechercher les causes qui ont amené la baisse des obligations de chemins de fer français.

Ces causes, nous l'avons déjà dit, sont d'ordres très divers. Tantôt elles n'atteignent la valeur envi-

1. Discours prononcé en 1872 à l'Assemblée Nationale, cité par M. A. Neymarck, dans *le Rentier* du 7 août 1912.

sagée que par ricochet : ce sont, d'une part, celles qui affectent également toutes les valeurs à revenu fixe de faible rendement et, d'autre part, celles qui sont particulières à la rente française. Tantôt les raisons de baisse se rapportent uniquement au titre envisagé.

Ces causes agissent d'ailleurs parfois ensemble, parfois à des époques distinctes ; cependant elles n'agissent pas d'ordinaire à la fois.

Aussi, est-il possible, en se basant sur la nature des causes de baisse, de séparer le temps pendant lequel le recul s'est produit en trois grandes périodes :

1° De 1898 à 1905-1906 environ, les causes proviennent surtout de motifs d'ordre général. La valeur elle-même n'est pas discutée. Elle suit dans la baisse le mouvement des valeurs analogues ; les cours se tassent en raison des dépressions des vieux fonds d'État à revenu fixe en général et de la rente française en particulier.

2° De 1905-1906 à 1912, la situation est toute différente. Les causes anciennes, ou certaines d'entre elles du moins, subsistent bien : exemple, la baisse générale des valeurs de premier ordre à revenu fixe, provoquée d'ailleurs par d'autres causes que dans la première période. Mais les obligations s'alourdissent aussi, et surtout, du fait que le public les tient particulièrement en moins grande faveur ; des motifs spéciaux les font baisser dans l'estime des capitalistes.

3° Depuis 1912, les causes de défaveur s'appliquant à la valeur elle-même paraissent avoir entièrement

disparu. Par contre, la baisse des valeurs à revenu fixe, en général, ne s'arrête pas. Toutes les valeurs mobilières, même, sont atteintes, pour des motifs d'ordre politique. Enfin, la rente française est plus particulièrement touchée.

Dans la période précédente, la rente traînait derrière elle un lourd boulet qui provoquait sa baisse.

Dans la période qui commence actuellement, notre fonds national est à la remorque des obligations de chemins de fer qui tendent à redevenir une des valeurs préférées du public.

Nous suivrons, dans notre travail, la distinction que nous venons d'établir, et nous étudierons les fluctuations des cours des obligations de chemins de fer en trois parties correspondant à chacune des trois périodes susvisées.

Dans une quatrième partie nous examinerons les conséquences de la baisse et nous nous efforcerons, dans la conclusion, d'établir des prévisions pour l'avenir.

PREMIÈRE PARTIE

PÉRIODE DE 1898 à 1905-1906

Le 10 août 1897, les obligations 3 o/o des six grandes compagnies de chemins de fer français étaient cotées aux cours suivants (1) :

Est.....	493	francs
P.-L.-M.....	490	—
Midi.....	489	—
Nord.....	500	—
Orléans.....	490	—
Ouest.....	489	—

soit une moyenne de 492 francs pour les six titres.

Le 30 décembre 1905, les cours des mêmes titres étaient les suivants :

Est.....	466	francs
P.-L.-M.....	464	—
Midi.....	468	—
Nord.....	475	—
Orléans.....	466	—
Ouest.....	463	—

soit une moyenne de 467 francs pour les six titres.

1. Chiffres donnés par M. Edmond Théry dans un article de *l'Economiste Européen* du 10 mai 1912, p. 584.

La perte entre les deux dates envisagées était donc de 25 francs en moyenne, soit plus de 5 o/o.

Dans la même période, la rente 3 o/o était passée de 105 francs à 98 fr. 50.

La baisse subie par le 3 o/o perpétuel est donc de 6 fr. 50, soit 6,20 o/o.

On peut se rendre compte ainsi que la baisse des obligations de chemins de fer a été légèrement moindre que celle de la rente. La dépréciation des autres fonds d'État de premier ordre avait d'ailleurs été bien plus considérable (1).

On déduit évidemment de ces constatations que les causes déterminantes de la baisse dans cette période proviennent de modifications dans la situation économique mondiale.

Cette nouvelle situation économique a dû se manifester principalement à l'étranger puisque nos valeurs ont résisté beaucoup mieux que les titres des autres pays. Peut-être, il est vrai — il faudra envisager aussi cette hypothèse — des motifs de hausse particuliers à notre pays ont-ils empêché les causes de baisse de produire tous leurs effets en France.

Examinons les faits en nous inspirant de ces idées directrices.

1. V. le tableau p. 6.

§ 1. — CAUSES DE BAISSÉ PROVENANT DE LA SITUATION
MONÉTAIRE ET ÉCONOMIQUE MONDIALE

Solidarité plus grande des divers marchés

On ne se serait certes pas douté, il y a cinquante ans seulement, de la solidarité étroite qui pourrait réunir les différents marchés mondiaux. A cette époque relativement peu rapprochée de nous, la vie économique nationale n'était influencée que par répercussions lointaines des perturbations qui se produisaient au dehors. Chaque peuple vivait à peu près uniquement chez lui et avait son portefeuille composé en presque totalité de valeurs nationales.

Que les temps sont changés aujourd'hui ! Par la facilité et la rapidité des communications, les peuples ont des rapports étroits. Les individus des diverses nationalités ont appris à se connaître. Les échanges sont bien plus actifs et la vie économique mondiale tend, de plus en plus, à s'unifier. Mais, l'interdépendance des différents marchés se montre surtout extraordinairement accentuée, en ce qui concerne les cours des valeurs mobilières. Les arbitrages qui provoquent le nivellement des cours se font pour ainsi dire aux mêmes moments aux grandes Bourses des différents pays grâce au téléphone.

Le grand brasseur d'affaires reçoit dans son cabinet, au fur et à mesure qu'ils sont pratiqués, les

cours des différentes valeurs et il peut transmettre immédiatement ses ordres de vente et d'achat sur diverses places à la fois.

Cette internationalisation des affaires a amené, naturellement, les divers pays à demander plus fréquemment assistance aux places étrangères pour le placement de leurs emprunts. Les sociétés industrielles, commerciales, de banque, de mines, de transports, etc., ont été elles-mêmes incitées à faire appel aux capitalistes étrangers pour le placement de leurs actions et obligations.

Les découvertes scientifiques qui ont si considérablement amélioré les relations des peuples ont donc modifié, dans une très grande mesure, la vie économique mondiale, elles ont contribué à accroître la solidarité des valeurs similaires des divers pays, et elles sont à la base des autres phénomènes économiques que nous allons passer en revue.

Élévation des cours des fonds d'État à gros rendement

Avant la période que nous envisageons et qui a commencé en 1897 les fonds des États à finances obérées étaient délaissés par le public et se capitalisaient à un taux très élevé. C'est que beaucoup de ces États n'avaient pas tenu leurs engagements.

Le 4 o/o Extérieur espagnol, qui s'en rappelle aujourd'hui ? avait été réduit en 3 o/o et avait coté 50 en 1885 et 29 à l'époque de la guerre de Cuba. Or,

il était déjà remonté, au 30 juin 1905, à 90 fr. 80.

On se souvient à peine que la Turquie a fait faillite un nombre respectable de fois et que le même accident est arrivé à plusieurs États sud-américains dont le crédit était redevenu bon déjà en 1905 et est meilleur encore aujourd'hui.

Mais, en 1897, les concordats et les convenios étaient encore de trop récente date pour que les capitalistes aient pu oublier l'époque des coupons réduits ou non payés.

Faut-il indiquer par quelques chiffres la hausse énorme dont ont bénéficié certains de ces fonds autrefois discrédités ?

Le 4 o/o Brésilien 1889 a passé de 42 fr. 50 en mai 1898 à 86 fr. 80 en juin 1905.

L'Argentin 4 o/o 1896 qui valait 64 francs en 1898 était en 1905 à 94 francs.

L'Extérieure Espagnole 4 o/o a valu en 1898 46 fr. 85 et s'est retrouvée en juin 1905 à 90 fr. 80.

Que dire du Portugais 3 o/o qui a remonté de 1897 à juin 1905 de 20 fr. 70 à 68 fr. 60 ?

On pourrait citer bien d'autres exemples.

Cette hausse extraordinaire et générale est-elle imméritée ? Nous nous gardons bien de le prétendre.

Tous ces pays à finances autrefois obérées ont rempli depuis leurs engagements. Ils ont été grandement aidés pour cela par l'augmentation considérable de la production mondiale de l'or.

Un pays neuf, en effet, comme le Brésil (1), l'Argentine, le Chili, n'a pas de réserves d'or. Il se peuple, se développe très rapidement, mais l'instrument indispensable de l'échange, la monnaie d'or, fait défaut. La plupart de ces États, et même de vieilles nations comme la Russie, durent donc suppléer au manque de monnaie d'or par une monnaie de papier.

Cette monnaie pouvait à la rigueur suffire pour les échanges nationaux et ne créer aucun trouble dans l'économie intérieure si les émissions étaient sagement limitées aux besoins, ce qui est d'ailleurs très difficile à réaliser.

Mais les échanges internationaux se règlent en or, les arrérages des emprunts se paient en or, aussi les pays qui n'en avaient pas se trouvèrent-ils dans une situation financière très difficile à laquelle il était à peu près impossible de remédier. Car les vieilles nations, détentrices de tout le stock de numéraire accumulé de génération en génération, le gardaient jalousement.

Jusqu'en 1870 les pays neufs avaient pu éviter la crise parce qu'ils avaient la possibilité de payer en argent, mais, à la suite de la démonétisation par l'Allemagne de ses thallers, après la guerre de 1870, le numéraire libérateur se trouva tout à coup réduit de moitié, passant de 30 milliards d'or et d'argent à 15 milliards d'or seulement.

1. Le Brésil commit, de plus, une grosse faute. Les pièces d'or qui circulaient dans le pays avaient une valeur marchande supérieure à celle indiquée sur le disque monétaire. Le résultat fut que la monnaie d'or disparut à peu près complètement.

Fort heureusement, entre 1890 et 1900, les mines d'or nouvellement découvertes de l'Australie, puis de l'Afrique du Sud, vinrent fournir le métal précieux si nécessaire. La production annuelle qui oscillait de 1851 à 1890 entre 500 et 600 millions atteignit tout à coup 844 millions dans la période de 1891-1895, 1.333 millions dans celle de 1896-1900 et 1.672 millions entre 1901 et 1905. Elle s'est d'ailleurs encore accrue depuis.

Mais, dès 1897-1900, la quantité d'or mise à la disposition des peuples devint assez considérable pour permettre à la plupart des pays qui en manquaient d'en acquérir et d'être ainsi en mesure de faire face à leurs engagements vis-à-vis de leurs créanciers étrangers.

Un semblable assainissement de leur situation monétaire ne pouvait manquer d'améliorer leur crédit (1).

1. M. Lloyd George, chancelier de l'Échiquier d'Angleterre, a très bien vu l'influence de la production de l'or sur les cours respectifs des divers fonds d'État : « Il y eut ensuite, dit-il, la grande extension prise par la production de l'or, les découvertes de gisements du Yukon, de l'Afrique du Sud, de l'Australie occidentale. Pour les dix années, 1881-1891, la valeur de l'or produit dans le monde entier a été de 823 millions de livres sterling : elle a donc quadruplé. Naturellement, ce fait devait avoir une influence énorme sur les prix et d'abord relever le cours des fonds et valeurs anglais de premier ordre au temps où les placements disponibles étaient limités. Mais, une fois la porte ouverte aux autres, l'effet fut tout contraire. Les frais généraux montèrent et le cours des valeurs susdites descendit, voilà les causes ayant réellement un rôle dans ce grand problème. » (Extrait d'un discours sur la baisse des Consolidés Anglais prononcé devant la Chambre

Accroissement des émissions en fonds d'État

La hausse si importante des fonds d'État exotiques permit aux pays neufs de faire des emprunts considérables dans de bonnes conditions. Les besoins d'argent de ces pays sont en effet très élevés. Tout est à créer en Argentine, au Brésil, pour tirer profit des richesses du sol. Il faut des chemins de fer, des canaux, des ports. Aussi les gouvernements profitèrent-ils des moyens qu'ils avaient de se procurer des capitaux à bon compte.

Un certain nombre de vieilles nations européennes ne dédaignèrent pas également de faire d'importants appels au crédit pour développer leur outillage économique et créer de nouvelles sources de richesses.

L'Allemagne, notamment, emprunta entre 1897 et 1910 environ 10 milliards et demi de francs ; dans la même période, la Russie et l'Autriche-Hongrie augmentèrent respectivement leur dette de 7 milliards et demi et de près de 4 milliards.

Pour le marché français seulement, les émissions en emprunts de fonds d'État et de villes étrangères qui, avant 1897, ne s'élevaient guère à plus de 300 millions par an, se montèrent :

des communes au cours de la seconde lecture du projet de loi de finance de 1912 ; voir *la Situation Économique et Financière* du 27 juillet 1912).

En 1898 à.....	555 millions
En 1901 à.....	1.565 —
En 1902 à.....	779 —
En 1903 à.....	1.625 —
En 1904 à.....	1.696 —
En 1905 à.....	1.076 —
En 1906 à.....	2.375 —

Les émissions faites de 1904 à 1906 représentent, pour la plus grande part, des emprunts à 5 o/o et 4 1/2 lancés par la Russie et le Japon à l'époque de la guerre qui eut lieu entre ces deux pays.

La plus grosse partie des autres titres placés en France entre 1898 et 1906 était constituée des fonds argentins et brésiliens à 4 o/o, 4 1/2 et 5 o/o. Les États brésiliens de Sao-Paulo et de Minas-Géraès firent notamment de nombreux appels au crédit français.

Toutes ces valeurs constituaient d'ailleurs de bons placements, avantageux, et jouissant de garanties sérieuses.

Baisse du taux de l'intérêt des valeurs de premier ordre

Nous avons dit qu'au moment où les fonds d'États exotiques commencèrent à affluer sur les grands marchés mondiaux, les vieilles valeurs de premier ordre se trouvaient à un cours qu'elles n'avaient jamais atteint. Depuis plusieurs années, le pair étant dépassé, les gouvernements avaient procédé à des

conversions. Le 5 o/o était devenu du 4 1/2, puis du 3 1/2, puis du 3 o/o. Certains pays, comme l'Angleterre, avaient même fait des conversions différées devant produire effet au bout de plusieurs années seulement.

Or, on conçoit que le rentier qui voit ainsi son revenu régulièrement diminué et se trouve contraint de restreindre ses dépenses, de modifier son genre de vie, se soumette difficilement à cette pénible obligation. La valeur qui lui procure tant de mécomptes baisse dans son estime. Il commence à juger qu'il est peut-être préférable de posséder une valeur pas très sûre, mais productive, plutôt qu'un titre de tout repos qui lui rapporte de moins en moins.

Après avoir pensé à cela bien des fois, notre capitaliste commence à se séparer de quelques titres à faible revenu. Mais alors, les valeurs ainsi offertes baissent, elles tombent au-dessous du pair et il devient impossible de faire de nouvelles conversions.

Que vont faire alors les États ? L'habitude était prise de donner de temps en temps un peu d'élasticité aux budgets en réduisant les charges de la Dette. Il devient impossible d'avoir désormais recours au même moyen, mais les financiers n'abandonnent pas ainsi une pratique qui permet de réaliser si facilement l'équilibre budgétaire. Et puis les rentiers sont si peu intéressants !

Alors, on tourne la difficulté, on établit un impôt spécial sur la rente. C'est ainsi que l'Italie, par une taxe de 20 o/o, réduisit en fait son 5 o/o en 4 o/o.

C'est ainsi que l'Angleterre ne cesse d'augmenter le taux de son income-tax et vient de frapper depuis peu les porteurs étrangers de consolidés qui étaient jusqu'alors exonérés de cet impôt. C'est ainsi que la rente française fut un instant menacée par l'établissement d'un impôt spécial.

Qui ne peut estimer que de pareils procédés ne soient de nature à décourager, à effrayer les capitalistes ? Ce n'est plus alors le seul désir d'augmenter son revenu qui fait vendre les vieilles valeurs encore qualifiées de premier ordre, c'est la méfiance, la crainte.

*Campagnes des banquiers contre
les vieux fonds d'État*

La faveur des capitalistes pour les valeurs de tout repos était bien ébranlée, mais de là à s'en séparer pour acheter des valeurs douteuses (douteuses au moins dans leur opinion), il y avait un grand pas qui ne fut franchi que grâce à une campagne très ardente menée par les intermédiaires plaçant les nouvelles émissions.

Vendez vos antiques valeurs qui ne rapportent plus rien, disaient les banquiers, et achetez de nouveaux fonds étrangers qui vous donneront de gros intérêts.

Voilà de l'Argentin à 5 o/o, du Brésil au même taux, du Haïti bien garanti à 6 o/o ; laisserez-vous échapper toutes ces occasions d'augmenter vos reve-

nis, d'accroître votre capital, de récupérer une partie des pertes que nous font éprouver vos consolidés, votre rente française, vos obligations de chemins de fer ?

A cet argument, déjà bien persuasif en lui-même, de l'augmentation du revenu, on fait ressortir que la sécurité du nouveau portefeuille ne sera nullement moindre que celle de l'ancien grâce à l'avantage que procure la *répartition géographique* des placements. Si un pays, dit-on, se trouve en mauvaise situation par suite d'une guerre ou d'une crise économique, toutes ses valeurs vont baisser dans des proportions souvent considérables (exemples récents de l'Espagne à l'époque de la guerre de Cuba, de la Russie pendant la Guerre Russo-Japonaise, des États-Unis au moment de leur grande crise de 1907).

Par contre, après une période de baisse générale, les capitalistes, délaissant le pays en mauvaise situation, offrent leurs fonds aux autres nations dont les valeurs montent.

Ainsi, les personnes qui auront pris soin de mettre en portefeuille des titres de différents pays ne souffriront pas des défaillances de l'un d'eux.

Ces arguments, et bien d'autres encore, sont depuis des années habilement présentés au public dans toutes les occasions et par tous les moyens. Au guichet, où le rentier touche ses coupons, l'employé fait ressortir l'augmentation de revenu dont il profiterait s'il arbitrait sa rente et ses obligations de chemins de fer contre des valeurs exotiques en cours d'émissions.

A son domicile, le plus modeste capitaliste reçoit à profusion les circulaires du dernier emprunt mexicain ou japonais, qui est d'ailleurs annoncé également par affiches dans le plus petit village. Des *démarcheurs* visitent même le client présumé pour l'engager à souscrire, pensant que les arguments seront plus convaincants étant présentés de vive voix.

Toute cette campagne, d'ailleurs, n'est pas menée seulement par des banquiers véreux. Les établissements les plus solides, les plus honorables ont usé de tous les moyens que nous venons d'indiquer pour placer leur papier, opération fort lucrative (1). Doit-on les blâmer d'avoir agi ainsi et de faire de même encore aujourd'hui ? Évidemment non. Les banques ne sont pas gardiennes du crédit de l'État. Elles agissent licitement, au mieux de leurs intérêts propres, en

1. Les journaux financiers les plus honnêtes, les plus honorablement connus ont conseillé également l'achat de valeurs plus productives que les vieux fonds d'État. C'est ainsi que nous détachons d'un article de M. Paul Leroy-Beaulieu sur la crise des valeurs fondamentales, paru dans *l'Économiste français* du 3 août 1912, les lignes suivantes : « Nous avons classé les valeurs méritant l'attention en deux catégories : celles que nous appelons fondamentales et que l'on désignait autrefois sous les noms de valeurs de tout repos ou de valeurs de père de famille, d'une part, et les valeurs que nous avons désignées sous le nom de valeurs d'appoint, lesquelles sont faites pour relever le revenu moyen d'un portefeuille et qui, d'ailleurs, sont de diverses catégories. Nous nous occupons, dans nos bulletins financiers, plutôt des valeurs d'appoint que des valeurs dites fondamentales : c'est ce que l'on a pu voir, dans nos numéros du 6 et du 13 juillet dernier, où, ayant à dresser des cadres de placements pour une

essayant de classer des titres dont les avantages sont reconnus devoir compenser à peu près l'insécurité relative.

Tous les arguments présentés pour la substitution des valeurs nouvelles à gros revenus aux anciens fonds peu productifs sont du reste généralement justes en eux-mêmes. Le tout est de ne pas trop généraliser et de remanier son portefeuille en le composant toujours en grande partie de vieux titres de tout repos. Il ne faut pas que le principe très juste de la *répartition géographique* des placements soit invoqué à propos de l'achat de titres trop peu sûrs.

Mais nous n'avons pas à traiter ici ces questions. Ce qu'il nous importe de retenir c'est qu'une campagne très ardente a été menée par tous les établissements de crédit et par la plus grande partie de la presse financière pour le placement des nouveaux fonds pour l'abandon des anciennes valeurs, et que cette campagne a grandement influé sur les cours de ces valeurs.

somme déterminée, nous n'y avons fait figurer aucune des valeurs considérées comme fondamentales. De fait, les valeurs d'appoint qui, primitivement, comme le nom l'indique, devaient être l'exception, tendent à devoir constituer la plus grande partie du portefeuille des gens avisés. Le tout est d'établir, entre ces valeurs d'appoint, un bon équilibre et de prélever, sur le surcroît de revenus qu'elles donnent relativement aux valeurs fondamentales, une quote-part, une sorte de prime d'assurance à mettre en réserve pour parer aux quelques risques, d'ailleurs très modérés que peuvent présenter des valeurs d'appoint bien choisies. »

§ 2. — INFLUENCES DES CAUSES DE HAUSSE OU DE BAISSÉ
DE LA RENTE SUR LES COURS DES OBLIGATIONS DE
CHEMINS DE FER.

La rente française a été atteinte, dans la période de 1877 à 1905-1906 dans une proportion à peu près égale à celle des fonds étrangers similaires (1). Les consolidés anglais ont éprouvé une baisse plus accentuée, mais les fonds suisses, suédois, danois, etc..., n'ont pas subi une dépréciation aussi considérable. Examinons donc les motifs particuliers qui ont pu restreindre la baisse de la rente et ceux qui, au contraire, l'ont accentuée.

Achats de la clientèle obligatoire

Les achats de la clientèle obligatoire ont évidemment contribué à maintenir les cours. Mais dans quelle mesure ? Pour répondre à cette question, il faut rechercher quelle a été l'importance de ces achats obligatoires.

Ces achats ont été effectués pour la plus grande partie par la Caisse des Dépôts et Consignations pour le compte des divers établissements dont elle assure la gestion financière.

1. Voir le tableau p. 6.

Cette administration a acquis des rentes 3 1/2 o/o
et 3 o/o (1) :

En 1898.....	38.833.400 fr. 02	
En 1899.....	41.265.252	70
En 1900.....	»	
En 1901.....	159.171.681	24
En 1902.....	241.441.674	81
En 1903.....	584.532.149	24
En 1904.....	83.936.020	64
En 1905.....	173.501.610	42
En 1906.....	106.197.618	22
Soit ensemble pour....	1.428.879.407 fr. 29	

On conçoit facilement que des achats aussi considérables, effectués chaque jour, aient puissamment contribué à soutenir les cours.

Un motif de hausse aussi puissant devait, à notre avis, annihiler pour le moins les causes de baisse qui ont influé sur toutes les valeurs de premier ordre à revenu fixe. Des raisons de dépréciation, spéciales à la valeur, ont donc contre-balancé l'effet des achats constants effectués par la clientèle obligatoire.

Vente des valeurs ayant appartenu aux congrégations dissoutes

La loi du 1^{er} juillet 1901, complétée par celles des
4 décembre 1902, 17 juillet 1903, 7 juillet 1904,

1. Achats faits pour les comptes : dépôts et consignations, exposition universelle de 1900, fonds provenant des sociétés de secours mutuels, fonds de réserve et de garantie des caisses d'épargne, fonds provenant des caisses d'épargne et de prévoyance.

26 avril 1905 et par de nombreux décrets et arrêtés ministériels, amena la dissolution d'un grand nombre de congrégations.

Ces établissements possédaient des biens considérables, constitués pour la majeure partie en rente française et en obligations de chemins de fer, du Crédit Foncier, de la Ville de Paris, etc...

Or, avant de quitter la France, les congréganistes dissous vendirent toutes ces valeurs. Il y eut donc, pendant plusieurs mois, des offres considérables alors que la demande n'avait aucun motif d'être plus élevée. Il en résulta une baisse très importante qu'il est pourtant impossible d'évaluer, car si nul n'ignore les ventes qui furent faites des biens des congrégations, personne ne peut dire à quelle époque exacte les premiers ordres furent transmis et à quelle date les opérations de cette nature furent terminées.

Nous ne pouvons donc que constater le fait, en insistant sur sa très grande importance à l'égard de la dépréciation de la rente française et des autres valeurs garanties par l'État.

§ 3. — CAUSES DE BAISSÉ DES OBLIGATIONS DE CHEMINS DE FER PROVENANT DE LA VALEUR ELLE-MÊME.

Il ne semble pas que des causes se rapportant spécialement à la valeur aient pu modifier beaucoup,

entre 1897 et 1905, les cours des obligations de chemins de fer.

La masse des titres en circulation est restée, pendant cette période, à peu près stationnaire et a même baissé légèrement en 1906. Le capital nominal des obligations des six grandes Compagnies, qui s'élevait en effet en 1902 à 17.962 millions, en 1904 à 17.975 millions, n'était plus en 1906 que de 17.821 millions. Les amortissements entre ces dates ont donc été un peu supérieurs aux émissions nouvelles.

A un autre point de vue, la situation des compagnies s'améliora sensiblement. Le trafic s'accrut et les bénéfices suivirent la même marche ascendante. Alors qu'en 1897, l'Ouest, l'Orléans, le Midi et l'Est faisaient appel à la garantie d'intérêts, l'Ouest seul, en 1905, continuait à demander des avances à l'État.

L'Est fit appel, pour la dernière fois, à la garantie, en 1902 et ne cessa de rembourser depuis 1903.

L'Orléans reçut une avance en 1901, mais n'eut plus recours à l'État ensuite.

Le Midi, lui-même, opéra des remboursements en 1904, 1905 et 1906.

On voit que, l'Ouest mis à part, la prospérité des compagnies était générale, et cet élément ne pouvait que favoriser la bonne tenue des valeurs de chemins de fer.

Par contre, le début d'une longue campagne politique en faveur du rachat des compagnies, et plus

particulièrement de l'Ouest, contrebalança l'influence des causes de hausse que nous venons de constater.

En 1897, les rapports entre l'État et les grandes compagnies étaient excellents. Mais, au cours de la discussion du budget de 1898, quelques députés de l'extrême gauche élevèrent des critiques au sujet de l'exécution des conventions de 1883, et, en 1899, M. Bourrat entreprit une violente campagne en faveur du rachat, sous prétexte que les conventions de 1883 étaient aussi avantageuses pour les compagnies qu'elles étaient préjudiciables à l'État.

Bien que le général André, ministre de la Guerre eût publiquement rendu hommage à la parfaite organisation des transports par la Compagnie de l'Ouest pour les manœuvres de Beauce de 1900 (1), les critiques adressées à l'exploitation de cette Compagnie étaient particulièrement vives.

La Chambre repoussa un amendement au budget de 1901 tendant au rachat, mais, le 23 janvier 1902, elle vota, par 272 voix contre 260, une proposition de loi invitant le gouvernement à procéder au rachat

1. Voici le texte de la lettre écrite à cette occasion au directeur de la Compagnie : — Paris, le 27 septembre 1900, Monsieur le directeur, Les manœuvres qui viennent d'avoir lieu dans la Beauce ont nécessité, de la part de l'administration des chemins de fer de l'Ouest, un effort considérable en vue de l'organisation de transports militaires d'une importance exceptionnelle. Je tiens à vous exprimer mon entière satisfaction pour la régularité avec laquelle se sont effectués tous ces transports, et tous mes remerciements pour le concours intelligent et dévoué que votre personnel n'a cessé de prêter dans cette circonstance à l'autorité militaire.

Les opérations du ravitaillement des troupes, en particulier,

de l'Ouest et du Midi. Cette proposition devint d'ailleurs caduque par l'achèvement de la législature.

Mais les partisans du rachat ne se tinrent pas pour battus et ils obtinrent, le 26 janvier 1904, le renvoi à la commission de plusieurs projets de résolutions invitant le gouvernement, les uns à racheter l'Ouest et le Midi, d'autres l'Ouest tout seul, d'autres à obtenir de l'Ouest et de l'Orléans la cession de certaines lignes au profit du réseau de l'État, de façon, notamment, à le doter d'une voie d'accès et d'une gare spéciale à Paris.

Toute cette campagne provoqua naturellement une certaine méfiance du public à l'égard des valeurs de chemins de fer. Les actions qui devaient plus particulièrement souffrir de l'exécution des projets présentés baissèrent dans de fortes proportions et leur mauvaise tenue influa naturellement sur les cours des obligations.

Il ne faut rien exagérer toutefois. En 1905, aucun projet n'avait encore été voté par la Chambre et l'on ne pouvait savoir si le Sénat ratifierait le vote de cette assemblée. La campagne entreprise ne pouvait donc avoir de répercussions très profondes.

ont nécessité la mise en marche de nombreux trains dont le mouvement s'est trouvé souvent difficile à assurer ; les opérations relatives à la concentration et à la dislocation n'ont pas été moins délicates.

Partout, le personnel de direction aussi bien que celui d'exécution, s'est montré à la hauteur de la tâche difficile qui lui incomberait en cas de guerre. Je vous prie d'être, auprès de tous, l'interprète de mes remerciements et de ma haute satisfaction.

Recevez, etc...

Général ANDRÉ

Nous pensons, quant à nous, qu'elle contrebalança seulement à cette époque l'effet des causes de hausse que nous avons indiquées plus haut. Ainsi, les obligations de chemins de fer français se bornèrent à suivre, entre 1897 et 1905-1906, les fluctuations qui leur furent imprimées par les cours des autres valeurs similaires. Nous verrons que la situation fut toute différente à partir de 1906.

DEUXIÈME PARTIE

PÉRIODE DE 1905-1906 à 1912

Au 30 décembre 1905, nous avons laissé les cours des obligations 3 o/o des six grandes Compagnies à :

Est.....	466
P.-L.-M.....	464
Midi.....	468
Nord.....	475
Orléans.....	466
Ouest.....	463

A partir de cette époque, et à part une légère reprise en 1908, les cours de ces titres ne cessèrent de baisser, ainsi qu'il résulte du tableau suivant :

DÉSIGNATION DES VALEURS	COURS DES						
	30 juin 1906	30 juin 1907	30 juin 1908	30 juin 1909	30 juin 1910	30 juin 1911	30 juin 1912
Obl. Est 3 o/o nouv...	440	428	441	441	439	425	421
— Lyon 3 o/o fusion.	445	437	443	440	439	418	414
— Midi 3 o/o nouv..	440	430	440	438	434	416	413
— Nord 3 o/o nouv..	456	453	458	449	447	428	426
— Orléans 3 o/o nouv.	443	435	443	440	435	417	413
— Ouest 3 o/o nouv.	438	429	433	438	434	426	418
Moy. des six titres susv.	444	435	443	441	438	422	417
Rente 3 o/o.....	96,02	94,27	94,20	97,20	97,97	94,87	92,67
Rente 3 o/o amortiss...	97,40	96,60	97 »	98,35	98,40	96,25	95,50

On voit que, dans cette nouvelle période, les obligations de chemins de fer ont baissé bien davantage que la rente 3 o/o amortissable et même beaucoup plus que la rente perpétuelle. Pourtant, la prime de remboursement, qui existe aussi bien pour les obligations que pour le 3 o/o amortissable, s'accroît avec la baisse et constitue contre celle-ci un frein qui n'existe pas pour la rente perpétuelle.

De cette constatation, une conséquence se tire immédiatement : c'est que la baisse des obligations de chemins de fer constatée entre 1906 et 1912 est due à des causes spéciales à ces titres, causes qui ont amené la rupture de la parité existant entre eux et les autres valeurs similaires.

Prenant note dès maintenant de cette caractéristique, nous allons passer en revue les causes de baisse de cette seconde période en suivant le même ordre que pour la première.

§ 1. — CAUSES DE BAISSÉ PROVENANT DE LA SITUATION MONÉTAIRE ET ÉCONOMIQUE MONDIALE

Crise américaine de 1907

Toutes les valeurs sans exception ont souffert en 1907 et 1908 de la crise américaine.

Sans vouloir étudier à nouveau les causes et les effets de cette crise — le travail a déjà été fait tant de fois ! — il est nécessaire de rappeler brièvement ce que

fut-ce phénomène économique qui eut une si grande répercussion sur tous les marchés.

La crise américaine fut une crise de paiement, qui eut pour causes principales :

- 1° Le régime défectueux des banques d'émission ;
- 2° La législation très mauvaise qui régit les banques de dépôt ;
- 3° La campagne menée par le président Roosevelt contre les trusts.

1. — L'émission des billets de banque est théoriquement libre aux États-Unis. Toute banque peut se faire autoriser à émettre des billets (greenbacks). Les banques ainsi autorisées sont appelées banques nationales et il en existe cinq mille environ sur le territoire de l'Union.

n fait, pourtant, l'émission des billets de banque se trouve limitée. Chaque émission ne peut, en effet, avoir lieu qu'après un dépôt dans les caisses de l'État d'une certaine quantité d'or, proportionnelle à la valeur des billets à émettre, et, en outre, de valeurs fédérales.

Or la rente fédérale en circulation a été peu à peu absorbée par les banques nationales et a été presque entièrement utilisée pour servir de couverture à l'émission des billets. Par suite, en 1907, en raison du développement énorme de l'industrie et du commerce aux États-Unis, les billets en circulation se trouvaient insuffisants pour servir aux paiements à effectuer et les banques nationales étaient dans l'impossibilité d'en émettre de nouveaux.

II. — D'après la loi américaine, les banques de dépôt doivent conserver en caisse soit 15, soit 25 0/0 des fonds qui leur sont remis, sans pouvoir les placer ni s'en servir pour effectuer aucun paiement. Cette législation désuète constitue une entrave sérieuse aux opérations bancaires en temps normal. De plus, elle rend inutile une partie du stock monétaire. En temps de crise, elle devient tout à fait dangereuse. Avec des fonds considérables en caisse, les banques ne peuvent faire face à leurs engagements ; elles ne peuvent satisfaire aux demandes de retraits.

Comme palliatif, les banques délivrent alors aux clients des certificats de dépôt pour leur permettre de se procurer de l'argent ailleurs. Mais quand il n'y a plus nulle part de monnaie disponible, que faire ?

III. — La législation défectueuse des États-Unis devait provoquer un jour ou l'autre une crise et la rendre rapidement très aiguë. Mais, le motif particulier qui a provoqué cette crise en 1907 est la lutte du président Roosevelt contre les trusts.

Beaucoup de grosses industries en Amérique sont exploitées en fait par un seul établissement qui, possédant, dans une branche, un monopole de fait, acquiert une puissance considérable.

Les trusts les plus importants sont ceux du pétrole, de l'acier, des chemins de fer. Ces trusts, s'ils ont augmenté dans une assez forte proportion les prix à l'intérieur du pays, ont été la principale cause du développement énorme de l'exportation. Ils ont

donc contribué à enrichir le pays et ont réalisé eux-mêmes des bénéfices extrêmement importants.

Effrayé sans doute par la puissance des milliardaires, le président Roosevelt entama contre eux une lutte très ardente, qui pouvait se terminer par la ruine de ses adversaires étant donné les pouvoirs quasi-dictatoriaux que possède le chef du gouvernement aux États-Unis. Il fit notamment condamner à trente millions de dollars d'amende une compagnie de chemins de fer coupable d'avoir abaissé ses tarifs en faveur d'un trust : *la Standart Oil Company*.

En présence de ces procédés à leur égard, les milliardaires, craignant la ruine, cachèrent leur argent.

A cette cause principale et immédiate de la crise, il faut en ajouter d'autres, notamment les agissements de MM. Roger's et Harrimann. Le premier voulait faire le trust du cuivre, le second, celui des chemins de fer. M. Pierpont-Morgan, détenteur de gros stocks de valeurs de cuivre et de traction, fit monter les cours de sorte que MM. Roger's et Harrimann ne purent réussir l'accaparement prémédité. Ils durent vendre les valeurs dont ils étaient devenus possesseurs et les cours baissèrent dans des proportions énormes.

La répercussion en Europe de la crise Américaine fut très considérable. Elle se produisit à une époque (octobre) où l'argent est toujours cher par suite des circonstances économiques. Il devint rapidement encore plus cher et le taux de l'escompte s'éleva

beaucoup. D'autre part, l'Europe avait toujours été la commanditaire des États-Unis pour des placements à longue échéance, pour des affaires de spéculation, pour des crédits de banque qui ont atteint parfois des proportions gigantesques. Beaucoup d'établissements, de particuliers, furent donc pris dans des faillites américaines et durent réaliser leur portefeuille, ce qui amena une baisse générale, très importante, qui se prolongea jusqu'à la fin de la crise, c'est-à-dire pendant un an et demi jusque vers la fin de 1908. C'est ainsi que l'on vit la rente baisser, au cours de cette période, de 2 francs, de même que les consolidés. Les valeurs exotiques que nous avons vu profiter d'une hausse remarquable de 1898 à 1906 furent encore plus atteintes. Du 30 juin 1906 au 30 juin 1908 l'Argentin-Rescision perdit 3 points 1/2 ; le Brésil 4 0/0 1889, 5 points, après en avoir abandonné un moment près de 10. On pourrait multiplier les exemples.

De nombreux marchés furent désorganisés, notamment ceux du diamant, du cuivre, du métal blanc, de la soie.

Mais si la crise américaine eut des effets subits et violents, elle n'eut pas de bien longues répercussions et n'amena pas de modification durable de la situation du marché. Toutes les valeurs un an ou un an et demi après son apparition retrouvèrent leurs cours, à l'exception d'un très petit nombre qui avaient été emportées par la bourrasque.

Tout autres furent les effets de la seconde cause

de baisse des fonds de premier ordre à revenu fixe que nous allons maintenant examiner : la faveur que le public capitaliste accorda aux valeurs minières, industrielles et bancaires.

Développement de l'activité économique mondiale

Les entreprises minières et industrielles, ces dernières surtout, et, par répercussion les établissements de banque, connurent à partir de 1905-1906 une prospérité inconnue jusque-là. La métallurgie profita largement à cette époque de nouveaux perfectionnements de toutes sortes, tels que l'utilisation des gazs des hauts fourneaux, l'introduction de l'électricité.

D'autre part, il y eut plusieurs belles récoltes mondiales, en 1907 et 1908 notamment. Ce fut le point de départ d'un accroissement de richesse intérieure qui ne pouvait que profiter au commerce et à l'industrie, tant par l'extension des débouchés que par l'augmentation des prix ; car, quand les fabriques ont suffisamment de débouchés dans le pays, elles vendent dans de meilleures conditions que si elles doivent lutter avec les industries étrangères pour la conquête de nouveaux débouchés à l'étranger.

Enfin de nouveaux grands groupements nationaux et internationaux se formèrent pour mieux adapter la production à la consommation. En 1907 notam-

ment, le syndicat des aciéries fut renouvelé en Allemagne.

La réfection des matériels de guerre russe et japonais, l'accroissement des armements de toutes les nations, les perfectionnements apportés aux locomotives, wagons, etc., qui nécessitèrent des achats plus élevés des entreprises de traction, tous ces éléments contribuèrent à augmenter les commandes faites aux industries métallurgiques et à accroître leur prospérité.

Le développement de l'industrie avait pour corollaire indispensable une demande plus forte de matière première, de minerais. L'utilisation plus grande de l'électricité nécessita des besoins beaucoup plus considérables de cuivre. Les sociétés minières accrurent leurs bénéfices et leurs actions montèrent.

La progression des dividendes des principales valeurs minières métallurgiques et bancaires fait bien ressortir l'ère de prospérité qui commença vers 1905. Montrons quelle fut cette progression des dividendes pour quelques-unes des valeurs en question :

Métaux : de 1900 à 1902, 22 fr. 50 ; de 1903 à 1905, 25 francs ; en 1906, 27 fr. 50 ; 1907, 30 francs ; 1908, 35 francs ; 1909, 32 fr. 50 ; 1910, 35 francs.

Aciéries de France : 1902-1903, 20 fr. ; 1903-1904 et 1904-1905, néant ; 1905-1906, 15 francs ; 1906-1907, 20 francs ; 1907-1908, 1908-1909, 1909-1910, 25 fr.

Aciéries de Longwy : 1902 à 1905, 45 francs ; 1906, 40 francs ; 1907 à 1910, 50 francs.

Aciéries de Micheville : de 1902-1903 à 1909-1910, 50 francs.

Chantiers de la Loire : 1900-1901, 50 francs ; 1902-1903 et 1903-1904, 60 francs ; 1904-1905 et 1905-1906, 65 francs ; 1906-1907, 70 francs, 1907-1908 à 1909-1910, 75 francs.

Chatillon-Commentry, de 1899 à 1906, 50 francs ; 1907 et 1908, 60 francs ; 1909, 65 francs.

Banque de Paris et des Pays-Bas : de 1901 à 1903, 50 francs ; de 1904 à 1907, 60 francs ; 1908, 65 fr. ; 1909, 75 francs.

Crédit Lyonnais : de 1901 à 1905, 50 francs ; de 1906 à 1908, 55 francs ; 1909 et 1910, 60 francs.

Union Parisienne : 1904, 25 francs ; 1905, 35 fr. ; 1906 à 1908, 40 francs ; 1909, 45 francs.

Pour montrer de façon plus générale et saisissante l'accroissement des dividendes pendant la période envisagée, nous croyons utile de reproduire le tableau ci-après dressé par M. Charles Rist, professeur à la Faculté de Droit de Montpellier (1).

Ce tableau indique les dividendes additionnés :

1° Des dix banques suivantes : Crédit Lyonnais, Société Générale, Crédit Industriel et Commercial, Société Marseillaise, Banque de Paris et des Pays-

1. V. article sur *la Hausse du taux de l'intérêt* publié dans *la Revue Économique Internationale* du 15-20 mars 1913. Le même article contient des graphiques tirés du tableau que nous reproduisons.

Bas, Crédit Foncier; Banque d'Algérie, Banque d'Indo-Chine, Compagnie Algérienne, Sous-Comptoir des Entrepreneurs ;

ANNÉES	DIVIDENDES ADDITIONNÉS DE		
	10 Banques	10 Établissements métallurgiques	10 Houillères
1881	349 (1)	366 (8 établ.)	2.225
1882	— 339	— 434 (10 établ.)	+ 2.450
1883	— 338	— 389	+ 2.697
1884	— 316	— 242	— 2.369
1885	— 300	— 173	— 2.305
1886	— 294	— 166	— 2.203
1887	+ 322	— 160	+ 2.225
1888	+ 328	+ 165	+ 2.291
1889	— 325	+ 215	+ 2.669
1890	+ 336	+ 222	+ 4.382
1891	— 310	+ 292	— 3.634
1892	— 288	+ 347	— 3.156
1893	— 256	+ 375	— 2.496
1894	— 250	— 367	— 2.378
1895	— 236	— 322	— 2.364
1896	— 233	+ 376	+ 2.578
1897	+ 234	+ 382	+ 2.823
1898	+ 259	+ 407	+ 4.181
1899	+ 279	+ 480	+ 5.134
1900	+ 288	+ 537	+ 7.274
1901	+ 305	— 512	— 6.989
1902	+ 309	— 495	— 6.306
1903	+ 317	+ 497	+ 6.979
1904	+ 341	+ 517	— 6.383
1905	+ 351	+ 545	+ 6.698
1906	+ 361	+ 560	+ 7.274
1907	+ 372	+ 602	+ 8.989
1908	+ 386	+ 610	— 8.508
1909	+ 413	+ 610	— 7.917
1910		+ 635	+ 8.120

2° Des dix sociétés métallurgiques suivantes :
Forges de Denain et Anzin, Ateliers et Chantiers de la Loire, Commentry-Fourchambault, Chatillon-Com-

1. Les signes + et — indiquent les augmentations ou diminutions d'une année à l'autre,

mentry, Marine et Homécourt, Aciéries de Longwy, Chantiers de la Méditerranée, Forges et Aciéries du Nord et de l'Est, Montataire, Creusot ;

3° Des dix compagnies houillères ci-après : Lens, Grand-Combe, Carmaux, Béthune, Marles 30 o/o Courrières, Épinac, Dourges, Houillères Saint-Étienne, Carvin.

En présence de semblables augmentations de revenus, les valeurs minières, métallurgiques et bancaires furent très recherchées du public.

Dans la période précédente, les capitalistes avaient remplacé leurs fonds d'État de premier ordre par d'autres fonds d'État à taux plus élevés et s'étaient trouvés bien de leur arbitrage puisqu'ils avaient accru ainsi leur capital et leurs revenus. Devenus plus audacieux à la suite de cette opération avantageuse, ils conservèrent leurs nouveaux titres, mais continuèrent à aliéner leurs valeurs dorées sur tranche pour acquérir cette fois des actions à revenu variable et progressif.

C'est ainsi que ces titres profitèrent d'une hausse beaucoup plus considérable que ne le comportaient les augmentations de dividendes, ainsi que le fait ressortir le tableau ci-dessous (1).

1. La même constatation ressort encore des rendements pour cent à deux dates déterminées. C'est ainsi que 12 valeurs de charbonnage se capitalisaient en moyenne en 1901 à 4,38 o/o et en 1910 à 3,40 ;

Douze valeurs métallurgiques en 1901 à 4,62 o/o, en 1910 à 3,93 ;

Douze banques en 1901 à 4,10, en 1910 à 3,84 o/o (chiffres fournis par M. Charles Rist, article précité).

DÉSIGNATION DES VALEURS	COURS DU 16 JANV. 1906	COURS DU 15 JANV. 1913	AUGMENTATION	
			Francs	o/o
Métaux.....	533	805	272	51,03
Thomson Houston.....	728	763	35	4,80
Société d'Électricité de Paris.....	353	794	441	124,92
Aciéries de France.....	560	1 045	485	86,60
Aciéries de Longwy.....	1.130	1.675	545	48,23
Aciéries de Micheville.....	1.355	1.895	540	39,85
Chantiers de la Loire.....	1.549	1.780	231	14,91
Châtillon-Commentry.....	1.325	2.137	812	61,28
Banque de Paris.....	1.428	1.743	315	22,05
Comptoir d'escompte.....	648	1.024	376	58,02
Crédit Foncier.....	692	860	168	24,27
Crédit Lyonnais.....	1.088	1.617	529	48,62
Société Générale.....	633	817	184	29,06

Remarquons que les cours du 15 janvier 1913 étaient influencés par les événements de la guerre balkanique ; en se plaçant à une date postérieure, septembre 1913 par exemple, on constaterait une hausse bien plus importante encore.

Cette hausse fut favorisée d'ailleurs, comme celle que nous avons antérieurement constatée sur les fonds d'État de deuxième ordre, par la propagande des banquiers. Ceux-ci n'avaient certes pas, en général, un intérêt immédiat à faire monter les actions des anciennes sociétés déjà classées, si ce n'est pour faciliter des augmentations de capital, écouler des actions d'apport restées auparavant attachées à la souche, etc.

Mais il était utile pour eux de recommander l'achat de valeurs susceptibles de fournir un meilleur rendement, et par suite de monter, pour pouvoir, en patronnant des valeurs nouvelles, faire ressortir la

plus-value acquise par des titres de même espèce dont ils avaient auparavant recommandé l'achat.

*Accroissement des émissions de
valeurs industrielles*

Des émissions considérables furent faites, en effet, à partir de 1906, en valeurs industrielles, minières et bancaires.

Nous avons vu (1) jusqu'à cette date les émissions en fonds d'État et villes étrangères atteindre des montants qui n'avaient jamais été constatés, la moyenne des dernières années précédentes étant de plus de 1.600 millions. Ce chiffre s'abaisse beaucoup parla suite. Le montant de ces émissions tombe en effet :

En 1907 à.....	981 millions
1908 à.....	1.040 —
1909 à.....	809 —
1910 à.....	1.628 —
1911 à.....	989 —
1912 à.....	430 —
1913 à.....	649 —
(six mois)	

Par contre, les émissions et introductions en valeurs industrielles françaises et étrangères, restées jusqu'en 1905 à un chiffre inférieur à celui des emprunts nouveaux d'Etats et de Villes, se développent considérablement. Les statistiques fournissent les chiffres ci-après :

1. V. p. 27.

P. Condom

1903.....	1.417 millions	
1904.....	1.563	—
1905.....	2.581	—
1906.....	2.680	—
1907.....	1.807	—
1908.....	2.343	—
1909.....	3.330	—
1910.....	3.877	—
1911.....	3.700	—
1912.....	4.299	—
1913.....	2.197	—
(six mois)		

On voit la progression constante et formidable, à peine interrompue en 1907 et 1908, époque de la crise américaine.

Les indications fournies par les chiffres ci-dessus sont corroborées par la comparaison du capital nominal des valeurs industrielles négociables au cours de ces dix dernières années à la Bourse de Paris. Ce capital s'élevait en millions de francs, pour les groupes de valeurs suivants (1) :

	1902	1904	1906	1908	1910	1912
Banques et Sociétés de crédit.	1.370	1.367	1.746	1.691	2.088	2.707
Électricité.....	394	398	498	575	813	970
Filatures.....	19	19	21	21	29	52
Gaz.....	364	333	357	451	479	505
Forges, Fonderies.....	518	543	572	599	626	783
Phosph., Engr., Prod. chim.	107	78	135	145	193	251

1. Chiffres tirés de la statistique fournie par M. Neymarek dans le *Rentier* du 17 juillet 1913.

Les capitalistes étant acheteurs de valeurs industrielles devaient forcément délaisser les fonds d'États. Ces fonds, du moins ceux de premier ordre, baissèrent donc, et dans une proportion plus forte encore que dans la première période. Il suffit de consulter notre tableau de la page 6 pour s'en rendre compte.

En ce qui concerne les fonds d'État de second ordre dont nous avons vu la hausse fantastique en 1898 et 1905-1906, ils baissèrent très sensiblement en 1907 et 1908 (influence de la crise américaine), revirent un moment leurs meilleurs cours en 1909 et 1910 ; mais, le flot des valeurs industrielles continuant à monter, ils durent rétrograder eux aussi, et très sensiblement.

C'est ainsi que l'Argentin Rescision après avoir valu 97 le 30 juin 1906 revint en 1907 à 88,50, reprit à 98 en 1909 et 1910 pour retomber à 95,50 en 1911, 93,50 en 1912 et 86 au 30 juin 1913, époque très mauvaise d'ailleurs pour toutes les valeurs, par suite des événements d'Orient.

Le Brésil 4 o/o 1889 fit de son côté :

90	le 30 juin 1906
80,35	le 30 juin 1907
85,25	le 30 juin 1909
90,60	le 30 juin 1910
89,10	le 30 juin 1911
85,60	le 30 juin 1912
77,50	le 30 juin 1913

Il est curieux de constater ainsi, en passant, que pendant les périodes de prospérité économique les

cours des fonds d'État baissent. M. Lloyd George, chancelier de l'Échiquier d'Angleterre, a très bien fait ressortir ce phénomène dans un discours prononcé en juillet 1912 à la Chambre des Communes (1). « Prenons, dit M. Lloyd George, 1872, qui est l'année où la prospérité de l'industrie britannique a atteint un degré sans précédent. Les Consolidés alors, en tenant compte du taux d'intérêt, étaient en somme au même niveau qu'aujourd'hui. Voilà un fait remarquable. Peu après, l'industrie faiblit ; en 1879, elle traversa la plus mauvaise année qu'elle ait jamais connue. Qu'arriva-t-il alors ? A mesure que l'industrie déclinait, les Consolidés s'élevaient ; et, en 1879, année du grand chômage, de la grande détresse, des grandes souffrances, des fabriques fermées, des centaines de milliers d'hommes sans travail, les Consolidés jouissaient d'une hausse considérable. Telle est l'influence qui s'exerce dans le monde entier. Il est évident qu'une période de grande prospérité industrielle est toujours concomitante à une période de rareté de l'argent, provoque une hausse du taux de l'intérêt, et qu'avec un taux d'intérêt élevé les fonds d'État et leurs similaires ne peuvent manquer de baisser. »

Cette dernière phrase est extrêmement juste. Quand l'industrie et le commerce sont en bonne situation, les besoins d'argent augmentent. Il faut des capitaux pour escompter les effets de commerce plus nombreux, pour permettre aux industries de

1. V. le *Rentier* du 17 juillet 1912.

porter leur production au maximum, pour créer de nouveaux établissements nécessaires à la satisfaction des besoins accrus. Les portefeuilles des banques augmentent et les crédits consentis deviennent plus nombreux et importants. L'argent est payé un bon prix et les valeurs à faible revenu sont délaissées. C'est précisément ce qui s'est produit ces dernières années, mais ce n'est pas là la seule cause de la baisse de cette catégorie de titres. Nous allons en indiquer une autre qui se lie d'ailleurs sur bien des points à celle que nous venons d'étudier.

Hausse des prix

Une hausse considérable des prix s'est manifestée dans ces dernières années. Tous les *index numbers* s'accordent à la constater. Empruntons encore une fois les chiffres de M. Rist pour montrer son importance en France.

L'index	indique, en 1897,	le chiffre	de 70
—	1898	—	73
—	1899	—	79
—	1900	—	84
—	1901	—	80
—	1902	—	79
—	1903	—	80
—	1904	—	79
—	1905	—	83
—	1906	—	89
—	1907	—	91
—	1908	—	87
—	1909	—	89
—	1910	—	91

Cette augmentation des prix, dit M. Rist (1), amène un accroissement de la prospérité industrielle et permet la distribution de dividendes plus copieux.

Cette théorie est-elle exacte ? Dans certains cas peut-être, mais pas toujours, croyons-nous.

Il faut faire une distinction d'après les causes de cette hausse des prix.

Les prix peuvent en effet monter pour les principales causes suivantes :

1° L'équilibre entre la production et la consommation se modifie, soit que la production se restreigne, soit que la consommation augmente ;

2° Le producteur doit augmenter son prix par suite d'une élévation du prix de revient ;

3° La faculté d'achat de la monnaie diminue.

Il est évident que, dans la première hypothèse, la hausse des prix provoque *d'ordinaire* une prospérité plus grande pour le producteur. Nous disons *d'ordinaire*, car il n'en est pas toujours ainsi. Supposons par exemple qu'une industrie tout entière ait été atteinte par une grève générale ouvrière ayant provoqué la disparition de certains établissements. A la suite du conflit, les produits, moins nombreux, augmentent de valeur, mais les chefs d'entreprise n'en tireront nul profit si cette hausse compense tout

1. « La hausse de l'intérêt a donc pour cause prochaine la hausse des profits industriels depuis quinze ans.

» Mais cette dernière, à quoi tient-elle ? N'est-elle pas elle-même une simple conséquence ? Et de quoi ?

» Sans aucun doute, de la hausse des prix. » (Rist, *loc. cit.*, § V.)

juste une augmentation des salaires du personnel.

Dans les deux dernières hypothèses, la hausse des prix ne provoque généralement pas un accroissement de prospérité du producteur.

Si les prix augmentent uniquement par suite de l'élévation du prix de revient, il n'y a là aucune cause de profit plus grand pour le producteur. En fait, le nouveau prix de vente — conséquence du coût de production plus élevé — est peut-être établi de façon à laisser un bénéfice plus considérable ; mais alors, la hausse du prix n'est plus la *cause* mais le *prétexte* à l'accroissement du profit. La véritable cause réside dans l'entente des producteurs pour l'établissement de nouveaux prix.

De même, si la hausse des prix est due à la diminution du pouvoir d'achat de la monnaie, il n'y a, dans ce fait, aucun motif à l'accroissement des profits du producteur. Si, dans ce cas, le producteur augmente ses prix, c'est que ses marchandises lui reviennent plus cher. Il doit payer à ses ouvriers des salaires plus élevés, acheter à plus haut prix sa matière première, car celui qui tire cette matière du sol doit payer plus cher aussi ses ouvriers. Tout cela est vrai, dit-on, mais toutes compensations faites, le profit s'accroît, il reste quelque chose de plus entre les mains du producteur. Que le bénéfice global s'élève, c'est exact, mais il n'y a pas, en réalité, augmentation des profits calculés proportionnellement aux capitaux engagés. Ce que le producteur conserve en plus pour lui doit tout juste compenser la

diminution du pouvoir d'achat de la monnaie. Tous les autres éléments restant les mêmes, notamment le rapport entre la production et la consommation, la quotité des salaires comparativement à l'importance du capital, ce dernier ne *peut* pas, pour la simple cause que nous envisageons, obtenir une rémunération proportionnellement plus forte.

En fait, cette rémunération est plutôt moins forte, à notre avis, car c'est un fait indéniable que, tout en tenant compte de l'accroissement du coût de la vie, la situation des ouvriers s'améliore constamment. Or, cette amélioration a logiquement pour effet d'abaisser la rémunération du capital. Toutefois il faut tenir compte des sources nouvelles de richesses, notamment le développement du machinisme.

Pour voir si la hausse des prix constatée dans ces dernières années a pu amener l'accroissement des profits industriels, il faut donc examiner à quelle cause elle est due.

Or, il semble bien que la première hypothèse envisagée (rupture d'équilibre entre la production et la consommation) ne soit pas la seule raison de la hausse générale des prix.

La rupture d'équilibre s'est certainement produite en ce qui concerne un grand nombre de produits agricoles. Les céréales, particulièrement le blé, deviennent à peine suffisantes pour la consommation mondiale.

Cette rupture d'équilibre s'est également produite, à notre avis, en ce qui concerne l'industrie métal-

lurgique. Celle-ci avait en effet dans ces dernières années des carnets de commandes beaucoup mieux garnis qu'autrefois. Certaines entreprises ont même eu des commandes d'avance suffisantes pour alimenter leur production pendant plus d'un an (1).

Mais la hausse des prix a certainement été provoquée dans ces dernières années et pour certains articles par une élévation du prix de revient.

D'autre part, enfin, le pouvoir d'achat de la monnaie a-t-il diminué ? Certaines études très sérieuses sembleraient le faire croire. D'après M. Pazourek (2), l'accroissement de toutes les espèces de monnaie dans les principaux États européens pendant la période 1900-1911, ne serait pas moindre de 45 à 50 francs par tête, se décomposant ainsi :

Monnaie d'or en circulation	21 fr.
Billets	19 fr.
Soldes des comptes courants	5 fr. 10

Cette augmentation aurait devancé l'accroissement des biens et des capitaux et contribué à la baisse de valeur de la monnaie et à la hausse des prix des marchandises.

Examinons maintenant si la hausse des prix n'aurait pas provoqué la hausse du taux de l'intérêt.

A première vue, les deux phénomènes ne paraissent avoir aucune connexité. Certains auteurs s'efforcent

1. La situation est différente actuellement, comme nous le verrons dans la troisième partie.

2. *La hausse des prix*, par le Dr Pazourek, professeur à l'École polytechnique tchèque à Prague (*Revue Économique Internationale* du 15-20 avril 1913).

pourtant d'établir une relation entre eux. Voyons les arguments produits dans ce but.

« Le taux de l'intérêt, dit M. Rist (1), représente simplement la différence d'estimation au même moment entre une somme immédiatement disponible et la même somme à recevoir plus tard. C'est le prix du temps, disaient les canonistes ; c'est la mesure de *l'impatience*, dit ingénieusement M. Fischer (2).

.

« Supposons... que le pouvoir d'achat de la monnaie diminue (peu importe du reste pour quelle cause). Aussitôt, le prix des denrées et des services s'élève. Les 103 francs promis n'achèteront plus dans un an la même quantité de biens qu'aujourd'hui. Si la dépréciation se fait, par exemple, à raison de 2 o/o par an, les 103 francs n'auront plus quand on les paiera qu'un pouvoir d'achat correspondant à celui que possèdent aujourd'hui 100 fr. 94. En conservant donc le taux nominal de 3 o/o, le prêteur fournit en réalité son argent à *bien meilleur marché* qu'autrefois : à 0,94 o/o. Pour que le taux *réel* d'intérêt reste en période de hausse des prix identique à ce qu'il était en période de prix stationnaires, le prêteur devra stipuler le paiement à l'échéance d'une somme de 103 francs, majorée de 2 o/o, c'est-à-dire d'une somme de 105 fr. 06. En un mot un taux nomi-

1. Article cité § VI.

2. Fischer, *The rate of interest*. New-York, 1907, chap. XIV ; *The purchasing power of money* (1911), chap. IV, § 1.

nal de 5 fr. 06 o/o devra remplacer l'ancien taux de 3 o/o. A une dépréciation de 2 o/o dans le pouvoir d'achat de la monnaie, doit correspondre une augmentation d'environ 2 o/o dans le taux *nominal* de l'intérêt, si le taux *réel*, si le revenu *en nature* résultant du prêt doit rester le même. »

Remarquons de suite que l'argumentation ci-dessus paraît présenter une lacune : il est impossible au prêteur, et même à tout économiste, si distingué soit-il, de prévoir au moment où il contracte, quel sera, un an plus tard, le pouvoir d'achat de la somme qu'il prête. Il ne peut donc stipuler à l'avance un taux d'intérêt plus élevé. Quoi qu'il en soit, M. Rist, citant M. Fischer (1), expose ainsi le mécanisme pratique de l'adaptation du taux de l'intérêt au pouvoir d'achat de la monnaie :

« Supposons une hausse des prix à ses débuts. Les profits commerciaux (mesurés en *monnaie*) s'élèveront ; car les profits sont la différence entre le revenu brut et la dépense, *et si tous les deux augmentent, leur différence augmentera aussi*. Les emprunteurs peuvent donc payer en monnaie des intérêts plus élevés. Mais si un petit nombre seulement de personnes s'aperçoit de la nouvelle situation, l'intérêt ne sera pas complètement adapté aux nouvelles circonstances, et les emprunteurs réaliseront un profit spécial, après déduction des charges d'intérêt. De là l'espoir de profits similaires dans l'avenir, et cet

1. *The rate of interest*, chap. XIV, § 2.

espoir, stimulant les emprunts, élèvera le taux de l'intérêt. Si la hausse n'est pas suffisante encore, le processus recommencera, et ainsi, par une série d'essais successifs, le taux finira par atteindre le niveau convenable. Le contraire se passera en cas de baisse des prix. »

A notre avis, toute cette argumentation pêche par un point, c'est qu'elle ne tient pas compte qu'en cas de changement des prix, la valeur (mesurée en monnaie) du capital se modifie exactement dans la même proportion que la valeur de l'intérêt. Le rapport de 3 à 100, par exemple, est toujours le même, quelle que soit la puissance d'achat de la monnaie. La valeur d'une entreprise s'accroît avec la hausse générale des prix. La fabrique d'un produit vendu avec un gain de 4 francs prend elle-même une valeur double que quand ce produit était vendu 2 francs. Mais, objectera-t-on, pourquoi voulez-vous que la valeur de la fabrique augmente si le capital employé, dans l'affaire est toujours le même ? Je vois une seule chose, j'ai engagé 100.000 francs et ces 100.000 francs me rapportent maintenant 20.000 fr. par an au lieu de 10.000. Mon profit a donc augmenté, l'intérêt donné par mon argent aussi.

Eh bien ! ce raisonnement est faux. Je fais payer plus cher parce que le prix de revient s'élève. Mais si ce prix de revient s'élève, je dois augmenter le capital engagé dans l'affaire. La matière première est plus chère, les salaires des ouvriers augmentent, je dois donc avancer plus d'argent avant de vendre les

marchandises confectionnées. Si donc mon entreprise vaut plus c'est que j'y ai incorporé plus de capitaux. D'ailleurs mes immobilisations : constructions, matériel, etc..., vaudront aussi davantage, car si je devais les remplacer je devrais déboursier plus dans ce but. De même la valeur des droits incorporels de mon entreprise (clientèle, etc.) augmente aussi.

En un mot, par suite de la hausse des prix la valeur des entreprises s'accroît par l'accroissement de la valeur des immobilisations, des droits incorporels, du fonds de roulement, observation étant faite que ce dernier étant constitué par de l'argent liquide, doit être complété par de l'argent liquide au fur et à mesure que le pouvoir d'achat de la monnaie baisse.

Dès lors on conçoit très bien pourquoi, quand l'argent baisse de valeur, les cours des actions, des entreprises minières, industrielles, bancaires s'élèvent. La valeur intrinsèque de l'entreprise augmentant, les actions, représentatives de cette valeur, doivent valoir plus cher aussi. Les dividendes sont également plus copieux car ils suivent les profits qui eux-mêmes s'accroissent (*mesurés en monnaie*) au fur et à mesure que le pouvoir d'achat de l'argent diminue.

On voit donc que la hausse des prix a pour conséquence l'accroissement des profits industriels (répétons toujours *mesurés en monnaie*) l'augmentation des dividendes aux actionnaires, mais nullement la hausse du taux de l'intérêt.

D'après d'autres économistes, le taux de l'intérêt aurait bien monté, dans ces dernières années, mais la cause en serait différente de celle indiquée par M. Rist. Elle résiderait dans l'accroissement et surtout la meilleure utilisation de l'épargne.

Résumons les arguments présentés à l'appui de cette thèse par M. Mourre à la Société d'Économie politique de Paris dans sa séance du 5 mars 1913.

L'épargne crée des entreprises nouvelles qui, si elles s'établissent à côté des entreprises déjà créées, font progresser l'humanité de façon *extérieure*, tandis qu'elles constituent une amélioration *intérieure* si elles visent seulement à rendre plus productives les exploitations déjà existantes (exemple : la fabrique d'un engrais chimique nouveau).

La seconde catégorie d'entreprises nouvelles augmente donc le revenu antérieur et ferait par suite hausser le taux de l'intérêt.

Les entreprises de la première catégorie, au contraire, peuvent provoquer aussi la hausse du taux de l'intérêt, mais seulement si elles sont plus productives que les anciennes.

Or, depuis 1897, l'industrie des engrais a pris une extension considérable pour le plus grand profit de l'agriculture, en même temps que les entreprises qui ont fait progresser l'humanité de façon extérieure ont fourni des bénéfices beaucoup plus élevés qu'autrefois : exemple, les plantations de caoutchouc.

Constatons tout d'abord que la théorie que nous venons d'exposer se présente, au premier aspect,

comme un véritable paradoxe. On pourrait penser, en effet, que l'épargne ne peut avoir d'influence que dans le sens de la baisse du taux de l'intérêt. L'épargne se transforme en capital productif de richesses. Or, ces richesses s'ajoutent à celles produites par les capitaux existant antérieurement et contribuent, par suite, à augmenter les offres. Si les demandes suivent la même progression, il n'y a pas avilissement des prix. Il y a même accroissement des prix et par suite des profits des producteurs, si les demandes suivent une progression plus rapide que les offres. Mais, les nouvelles marchandises produites provoquent, si elles sont supérieures aux demandes, un avilissement des prix ; si elles sont égales, elles agissent en empêchant une élévation de ceux-ci ; si elles sont inférieures, elles modèrent la hausse. Dans tous les cas donc, l'épargne paraît avoir pour effet de limiter les profits.

Les arguments fournis par M. Mourre montrent-ils l'inexactitude de cette vérité apparente ? Nous ne le croyons pas.

Les entreprises nouvelles, qu'elles contribuent à faire progresser l'humanité de façon *extérieure* ou *intérieure*, n'en ont pas moins pour effet d'accroître la quantité de marchandises offertes.

Prenons l'exemple des engrais. L'utilisation de ceux-ci a accru considérablement la productivité de la terre. D'autre part, les prix de vente se sont élevés. Mais pourquoi se sont-ils élevés ? Parce que la consommation augmentait pendant le même temps dans

des proportions encore beaucoup plus considérables que la production. Si la production ne s'était pas accrue, les prix seraient aujourd'hui beaucoup plus hauts encore et le profit du producteur serait peut-être aussi plus élevé qu'il ne l'est actuellement.

Supposons maintenant qu'au lieu d'un supplément de consommation, il se soit produit un supplément de production. L'emploi des engrais aurait alors été désastreux pour les cultivateurs. La mévente de leurs produits aurait grandement réduit leurs profits, comme cela s'est passé, il y a quelques années, pour les vignerons du Midi.

D'autre part, considérons l'hypothèse où une industrie nouvelle produit à meilleur compte que les anciennes. Alors, le prix de la marchandise baisse, ce qui amène une réduction des profits.

M. Mourre donne l'exemple des plantations de caoutchouc. Suivons-le sur ce terrain. Depuis quelques années, au lieu de recueillir la sève des plantes croissant à l'état sauvage, de grandes sociétés ont entrepris la culture du caoutchouc de façon à obtenir de la plante le maximum de rendement. Qu'en est-il résulté ? Le prix de la matière a baissé considérablement par suite de l'afflux des offres. Les anciens producteurs, notamment les planteurs du Brésil, ont vu réduire leurs profits de façon considérable. Les actionnaires des sociétés nouvelles tirent-ils, d'autre part, de leur argent, un intérêt anormal ? Nullement. Le développement de la production a réduit dans une très grande mesure les bénéfices escomptés.

De plus, les actions ont acquis une plus-value importante correspondant à un accroissement équivalent de la valeur de l'entreprise. Il en résulte que le taux de capitalisation de ces titres n'a rien d'exagéré. Si les profits sont élevés, la valeur de l'entreprise a suivi la même marche ascendante. Bien plus, les établissements les plus prospères sont précisément ceux dont les actions rapportent le moins comparativement à leurs cours. Est-ce là la preuve que l'épargne relève le taux de l'intérêt ?

Voici, quant à nous, notre opinion :

Il n'y a pas eu, dans ces dernières années, une véritable *hausse* du taux de l'intérêt, il y a eu seulement un *nivellement* de ce taux, et ce nivellement a été provoqué par la hausse quasi-générale des prix.

Que les intérêts qu'ils touchent constituent ou non la totalité de leurs revenus, les porteurs de valeurs mobilières à revenu fixe n'en éprouvent pas moins une perte quand les prix s'élèvent. Ils ne peuvent, avec la même somme, se procurer les mêmes objets et ils doivent modifier leur manière de vivre. Or, on ne se résigne pas facilement à vivre plus modestement que par le passé et nos capitalistes, lésés, font d'amères réflexions. Ils pensent que leurs rentes, leurs obligations, ne leurs procurent que des mécomptes tandis que les dividendes des actions s'accroissent, compensant ainsi la baisse de la valeur de l'argent.

Voyant ainsi les avantages des valeurs à revenu variable, ils sont tout naturellement poussés à changer la composition de leur portefeuille. Ils vendent

leurs valeurs dorées sur tranches à faible revenu pour acheter des actions. Voilà ce que font les capitalistes avisés.

Mais tous les capitalistes ne se rendent pas compte de l'élévation générale des dividendes. Ils se laissent généralement influencer par la disparition de la cote de toutes les valeurs éruptives qui n'ont rien de commun avec les titres des grands établissements sagement dirigés. Ils constatent seulement que leurs revenus inchangés ne leur permettent plus de vivre la même vie qu'autrefois, et, pour remédier à cela, ils vendent aussi leurs valeurs de tout repos pour acheter d'autres valeurs à revenu fixe donnant un intérêt plus élevé.

Or, quelles que soient les opérations de chaque capitaliste en particulier, leur réunion concourt à avilir le prix des valeurs de tout repos, donc à augmenter leur rapport, et à faire monter les cours des titres produisant davantage : actions et valeurs à revenu fixe donnant de gros intérêts. Le taux de capitalisation de ce genre de titres diminue donc, d'où le nivellement du taux de l'intérêt annoncé plus haut.

Il semble bien, d'ailleurs, que les capitalistes porteurs de valeurs à faible revenu soient plutôt portés, au début d'une période de hausse des prix, à échanger ces titres contre d'autres à revenu fixe plus élevé. Il y a à cela deux raisons : la première est que le capitaliste, porteur d'une valeur à revenu fixe, est plus familiarisé avec les valeurs de cette nature. Il fait déjà un acte fort audacieux, lui semble-t-il, en échan-

geant sa rente française, ses obligations de chemins de fer, contre un fonds d'État exotique. Il croirait s'aventurer encore bien davantage, si, à la place de cette dernière valeur, rapportant un intérêt fixe, au paiement assuré, en quelque sorte, par les coupons de valeur précise attachés au titre, il se rendait propriétaire d'une action rapportant un dividende incertain. En second lieu, et surtout au début, la hausse des dividendes ne suit pas très régulièrement la hausse des prix. Nous avons vu que la hausse des prix nécessitait l'accroissement du fonds de roulement des entreprises. Si celles-ci veulent éviter de recourir à l'emprunt ou à une augmentation de leur capital, elles doivent prélever sur leurs bénéfices les sommes nécessaires pour augmenter leurs fonds de roulement. C'est ce que font toutes les sociétés bien dirigées. Mais les dividendes s'en ressentent et ne s'accroissent que plus tard.

Il faut faire exception, pourtant, pour les banques. La plupart de ces établissements travaillent en effet plutôt avec l'argent des dépôts qu'avec le capital social. Quand le stock de monnaie s'accroît, les dépôts augmentent tout autant que le portefeuille, de sorte que la société obtient ainsi les fonds nécessaires à l'accroissement de ses affaires sans avoir besoin de recourir à l'emprunt ou au prélèvement sur les bénéfices en ajournant l'augmentation du dividende. Cette dernière opération serait d'ailleurs illusoire, étant donné les capitaux considérables qu'une grande banque doit avoir à sa disposition pour ses affaires.

Les faits paraissent confirmer ces déductions logiques. La hausse des prix a commencé à se manifester en 1897 et n'a pour ainsi dire pas cessé de s'accroître depuis cette époque. Or, que voyons-nous (1)? Les dividendes des banques n'ont cessé de s'accroître régulièrement chaque année dès 1898. Par contre, les établissements métallurgiques n'ont commencé à faire des répartitions sans cesse plus élevées qu'à partir de 1904.

De même la clientèle a suivi les impulsions que nous lui supposions. Les titres à revenu fixe, de second ordre, ont eu, tout d'abord, toute sa faveur : nous avons constaté plus haut la hausse formidable de ces valeurs.

Par la suite, la hausse des prix allant en s'aggravant, les capitalistes ont délaissé définitivement tous les titres à revenu fixe pour s'intéresser aux actions.

Il ne faudrait pas croire, pourtant, que nous voulions tirer de ces faits un argument irréfutable. Certes, la hausse des fonds d'État exotiques d'abord, celle des valeurs à revenu variable ensuite, ont eu d'autres causes que la hausse des prix. Ces causes, nous les avons nettement exposées et il est inutile d'y revenir. Mais les valeurs susvisées ont profité d'une hausse formidable, presque incroyable. Est-il logique que de l'Argentin, du Mexicain 4 o/o aient doublé de valeur en quelques années pour atteindre presque le pair? Est-il logique que les actions de la

1. Voir tableau, p. 50.

plupart des houillères, de la plupart des banques se capitalisent net à un taux d'intérêt plus faible que la rente française? De tels résultats ne s'expliquent pas seulement par la prospérité des États, des entreprises, il faut encore supposer un changement dans les idées, les conceptions des capitalistes. Et ces idées, ces conceptions ne sont pas modifiées par une publicité intéressée, si étendue, si insidieuse soit-elle. Il fallait encore que la clientèle fût poussée par une nécessité économique pour agir comme elle l'a fait, pour aller jusqu'au point où elle a été. Cette nécessité économique, c'est la hausse des prix.

On sent très bien cette influence de la hausse des prix. On sent très bien que les valeurs qui travaillent, que l'on nous pardonne l'expression, doivent suivre la loi générale et monter, que celles représentant seulement une quantité fixe de monnaie ne doivent pas bouger et par suite doivent baisser parce que la prospérité des premières leur nuit. Nous espérons avoir fait la démonstration scientifique de ces vérités confuses.

§ 2. — CAUSES DE MODIFICATION DES COURS SPÉCIALES
AU PAYS, MAIS NE SE RAPPORTANT PAS PARTICULIÈ-
REMENT A LA VALEUR.

Mesures fiscales

D'après l'opinion d'économistes éminents, la baisse des vieux fonds d'État aurait pour cause principale

la mauvaise politique financière des gouvernements. « Le crédit public, dit M. Paul Leroy-Beaulieu (1), ne pouvait se maintenir très haut, qu'à la condition qu'on eût une gestion financière très stricte, très prévoyante, et surtout qu'on n'émit pas, ou très exceptionnellement, de titres de la Dette publique. Les emprunts publics devraient être réservés pour des circonstances extraordinaires, ce devrait être des raretés. En outre, le crédit public ne peut avoir une clientèle fidèle, confiante, que si les États, les gouvernements montrent pour les capitalistes et les rentiers quelque bienveillance, tout au moins quelques ménagements, un peu de cordialité. »

Vouloir expliquer la baisse en première ligne par la gestion financière défectueuse des États nous paraît exagéré. A la base de cette baisse se trouvent, croyons-nous, les phénomènes économiques d'ordre général dont nous avons parlé dans de précédents chapitres. Mais il serait tout aussi éloigné de la vérité de vouloir s'en tenir à cette catégorie de causes, comme l'ont fait d'autres économistes également distingués.

« Une autre explication, dit M. Rist (2), proposée tous les jours par beaucoup d'écrivains (et non les moins distingués), nous paraît encore moins satisfaisante. La politique, à leurs yeux, serait cause de tout. L'épargne irait aux valeurs industrielles et

1. *La Crise des valeurs fondamentales*, articles parus dans *l'Économiste français* des 3 et 10 août 1912.

2. Article cité, § 4.

aux gouvernements exotiques moins en raison de l'attrait direct exercé par ces titres, que par répulsion à l'égard des fonds d'État. Le rentier ressemblerait fort à l'électeur qui vote presque toujours *contre* quelqu'un. Il manifesterait à sa façon contre les fantaisies financières des États occidentaux : en Allemagne, contre l'abus des emprunts ; en France, contre les menaces d'impôt sur le revenu ; en Angleterre, contre le radicalisme de M. Lloyd George.

« C'est là une argumentation bien peu convaincante. La politique exerce bien une action passagère, mais rarement prolongéesur les prix des valeurs ou des marchandises. Et ici la simultanéité même du phénomène et sa généralité refusent à elles seules une telle hypothèse. Admettra-t-on vraiment que tous ensemble, et au même moment, les gouvernements, et *justement les plus sérieux et les plus prudents* (car les rentes avariées n'ont pas suivi le mouvement !) aient perdu la confiance de leurs créanciers, après en avoir joui à un degré aussi excessif ? Personne ne peut le croire. »

Les rentes avariées ! M. Rist est bien dur pour les fonds russes, argentins, brésiliens !

Mais revenons à l'opinion que nous développons.

De nombreux auteurs ont soutenu, au sujet particulièrement de l'imposition de la rente, que cette mesure fiscale ne provoquerait qu'une baisse passagère des cours. Citons parmi les principaux parti-

sans de cette opinion M. Fernand Faure (1) et MM. Boucard et Jèze (2).

Sans vouloir exagérer outre mesure l'effet des mesures fiscales, nous croyons fermement que certaines d'entre elles influent sans aucun doute soit sur le marché en général, soit plus fréquemment et avec plus d'intensité sur les cours de valeurs déterminées.

Des causes générales, comme la hausse des prix invoquée par M. Rist, ne suffisent pas à expliquer les baisses qui se produisent, car alors toutes les valeurs de même nature et ayant les mêmes raisons d'être atteintes devraient subir une dépréciation égale. Or, au 20 avril 1912, la rente française n'avait baissé depuis le 10 août 1897 que de 12,9 0/0, tandis que les Consolidés Anglais avaient perdu 23,8 0/0, le Suisse 3 0/0, 20,3 0/0, etc. Bien peu de valeurs avaient baissé dans les mêmes proportions. Il faut donc bien qu'en dehors des causes économiques générales, il y ait eu des causes de hausse ou de baisse particulières à chaque valeur.

Pour l'Angleterre, quoi qu'en dise M. Rist, il est évident que les cours des consolidés ont été influencés par les innovations socialistes de M. Lloyd George, l'accroissement continu de l'income-tax, le fait d'avoir soumis à cet impôt les valeurs anglaises détenues

1. *L'Impôt sur la rente* (*Revue politique et parlementaire*, 1895. t. V, p. 19 et suiv.). V. aussi commission extraparlamentaire de l'impôt sur les revenus, séance du 28 novembre 1894. Procès-verbaux, t. II, p. 666.

2. *Éléments de la Science des finances*, 2^e édit., p. 825 et suiv.

par des étrangers. Lord Revelstoke, Lord Rothchild, Lord Avebury ont démontré les effets de ces mesures sur le crédit public au cours de la discussion du budget de 1909-1910 à la Chambre des lords.

De même, en Allemagne, l'abondance des emprunts a précipité la baisse des fonds d'État du pays en accroissant l'offre de façon exagérée, sans que la demande se soit développée dans les mêmes proportions. La meilleure preuve que ces émissions trop fréquentes ont eu une influence fâcheuse, résulte du fait que les emprunts largement couverts autrefois ne le sont plus aujourd'hui. En Allemagne également, la législation sur les bourses a restreint les opérations qui sont transférées à Londres, à Bruxelles, à New-York ; cette vérité est mise en relief par l'installation récente d'une succursale de la Deutsche Bank à Bruxelles. L'impôt sur le recouppement n'est pas également sans influencer sur les cours.

Non, le rentier n'est pas *contre* quelqu'un, contre les fantaisies financières des États. Mais il sait compter, il sait où se trouve son intérêt. S'il l'ignore, il existe assez de banques et de journaux financiers pour le lui faire connaître.

Or, en France, quand il voit imminent le vote de l'impôt sur le revenu, avec *déclaration* de ses ressources et *contrôle* de sa déclaration par les agents du fisc, quelle que soit son opinion sur l'utilité, la légitimité de cette mesure fiscale, il ne peut manquer d'être incité à s'y soustraire.

Or, si le rentier conserve ses valeurs cotées en Bourse, soumises au timbre, dont les négociations successives pourraient être relevées chez les agents de change, officiers ministériels, il lui est impossible, à moins de s'exposer à de fortes amendes, de cacher une partie de ces ressources.

Dans ces conditions, que fait-il, qu'a-t-il fait plutôt ? Il a transféré une bonne partie de sa fortune à l'étranger. « Il s'est donc effectué, dit M. Neymarck (1), et il s'effectue de nombreux *placements étrangers* et *placements à l'étranger*, ce qui n'est pas la même chose.

« Le possesseur d'un capital mobilier est citoyen du monde, disait Adam Smith. Jamais cette pensée n'a été plus vraie que de nos jours. La douane peut m'empêcher de faire passer un ballot de marchandises, une boîte d'allumettes, un paquet de cigares, mais il n'y a pas de puissance au monde qui puisse m'empêcher de mettre des fonds, des titres, dans une enveloppe et de les envoyer dans un pays étranger. Fonds et titres passent *incognito*, suivant une expression de M. de Foville et servent à effectuer des placements à l'étranger. Ces placements à l'étranger sont très dangereux quand on ne s'y connaît pas, surtout pour la petite épargne ; mais parfois aussi, ce sont les meilleurs quand on s'y connaît, car on admettra bien qu'il y a d'excellents placements et des valeurs de premier choix à l'étranger. »

1. Communication à la Société d'Économie Politique du 4 février 1911. V. *le Journal des Économistes*, 1911, p. 315 *in fine*.

Done, il est sorti de France, particulièrement entre 1908 et 1911, sous la menace de l'impôt sur le revenu, avec *déclaration contrôlée*, des sommes fantastiques dont on s' imagine difficilement l'importance et qui se chiffrent certainement par milliards.

Ces capitaux, on les suit à la piste. Ils prirent d'abord le chemin de la Belgique et de la Suisse. Or ces pays n'avaient pas des besoins suffisants pour les employer. Ils émigrèrent donc à nouveau pour être utilisés cette fois-ci en Allemagne. Celle-ci s'en trouva fort bien car elle avait grand besoin d'argent.

Mais vinrent les événements du Maroc, le coup d'Agadir. On sait alors comment le chef du gouvernement français de l'époque, M. Caillaux, sut priver l'Allemagne des capitaux français employés chez elle et la jeter ainsi dans de grandes difficultés financières. Cet acte empêcha peut-être la guerre d'éclater !

Il n'est pas douteux, en tous cas, que la sortie de France de capitaux si considérables n'ait fâcheusement influencé le marché. La demande a été réduite, des réalisations ont eu lieu, donc la hausse de certains titres a été enrayée, la baisse d'autres a été précipitée. Sans attribuer à la menace de l'impôt sur le revenu les mêmes effets que les grandes causes de baisse économiques, on ne peut nier pourtant qu'elle ait contribué, dans une certaine mesure, à la dépression des cours.

Le projet d'imposition de la rente compris par M. Caillaux dans son projet d'impôt sur le revenu

provoqua aussi l'affaissement de notre fond national.

Nous avons déjà dit que MM. Fernand Faure et Boucard et Jèze, notamment, niaient l'influence persistante d'une taxe sur les cours d'une valeur. D'après ces auteurs il se produit certes une baisse au début, mais la valeur reprend rapidement son niveau normal. « Les cours, disent MM. Boucard et Jèze (1), ne dépendent pas uniquement de l'impôt, ils dépendent surtout de l'abondance des capitaux et de la sécurité des placements : en supposant que l'abondance croissante des capitaux, résultant des progrès de la production et de l'épargne, persiste, ainsi que la confiance dans la solvabilité de l'État, on peut affirmer que la baisse ne sera que passagère ».

Et MM. Boucard et Jèze appuient leur opinion par plusieurs exemples qui tendraient à prouver que de nouvelles taxes mises sur certaines valeurs n'ont pas sensiblement modifié la parité de ces valeurs avec d'autres non taxées.

Il est bien difficile de citer des faits à l'appui de théories en matière de quotation de valeurs et quand nous le faisons nous-mêmes, ce n'est pas pour avancer une preuve, mais plutôt pour proposer une indication favorable à nos idées. C'est que tant d'éléments échappent aux personnes les plus perspicaces, les mieux informées ! Il faudrait pouvoir dire, mais la chose est impossible, que la seule cause susceptible de modifier la parité entre deux valeurs est précisé-

1. *Op. et loc. cit.*

ment celle dont on veut mesurer l'effet comparatif sur chacune de ces valeurs. Entre les cours de la même valeur — grosses et petites coupures ; titres partiellement et totalement libérés par exemple — la parité se trouve très fréquemment modifiée, sans qu'il soit matériellement possible d'en saisir la cause. Comment veut-on alors faire abstraction de toutes les causes connues ou inconnues de modification des prix pour comparer les cours de deux valeurs de même nature, c'est vrai, mais de groupe distinct, et attribuer les constatations faites à un seul motif ?

Examinons pourtant certains exemples de MM. Boucard et Jèze. D'après ces auteurs, la parité entre les obligations de chemins de fer et la rente, laquelle avait d'ailleurs baissé déjà les années précédentes, s'établissait à 96.92 (obligations) contre 100 (rente).

La rente restant toujours marquée 100, les obligations baissaient en 1890 à 94.68.

Le 1^{er} janvier 1891, la taxe sur les valeurs mobilières est élevée de 3 à 4 0/0.

En 1891, les obligations marquaient 95.28, en 1892, 94.08 ; en 1893, 94.37.

Les auteurs déjà cités paraissent en conclure que l'effet de la taxe s'est fait un peu sentir en 1891, davantage en 1892, mais qu'il avait presque complètement cessé en 1893.

Ce n'est pas du tout notre avis. L'expérience prouve, en effet, que les événements susceptibles

d'impressionner le marché, en bien ou en mal, produisent toujours leurs effets avant leur venue si l'on sait qu'ils doivent se produire. Les capitalistes n'attendent pas, pour passer leurs ordres, qu'une guerre soit déclarée, qu'une paix soit conclue, qu'une taxe soit appliquée, si l'événement n'est pas douteux ou même s'il est seulement tout à fait probable. C'est ce qui a eu lieu pour l'accroissement de taxe de 1891. Quand la mesure a été appliquée, il y avait longtemps qu'elle avait produit ses effets. Ceux qui avaient voulu y échapper avaient arbitré leurs valeurs menacées d'un nouvel impôt contre de la rente ou des valeurs étrangères non soumises à la taxe. Une parité nouvelle s'était établie avant le 1^{er} janvier 1891. Cette parité a pu ensuite se modifier, elle s'est même certainement modifiée soit en faveur, soit au détriment des obligations de chemin de fer, mais elle est toujours restée différente de la parité qui aurait existé si la taxe n'avait pas été appliquée.

En vain MM. Boucard et Jèze font remarquer que la taxe n'a pas d'effet sur l'abondance des capitaux et que c'est surtout cet élément et la sécurité des placements qui déterminent les cours. Il faut songer que les capitaux ne sont pas des masses amorphes. Ils sont employés par des individus pensant et agissant. Or, ces individus, s'ils placent par exemple sur le même rang, au point de vue de la sécurité, la rente et les obligations de chemins de fer, achèteront celle de ces deux valeurs qui leur procurera un produit net supérieur. Les obligations frappées de plus de

10 o/o de taxes diverses ne rapportent plus, en réalité, que 2,70 o/o sur leur capital nominal, et cette circonstance n'échappe à aucun capitaliste. Ceux-ci ne font aucune différence entre un titre de cette nature et un autre exactement semblable à tous autres points de vue, mais étant d'un type à 2,70 o/o sans impôts. Que l'on tente de substituer ce dernier type au type d'obligations 3 o/o imposées, actuellement existant, après avoir toutefois unifié les taxes frappant les titres au porteur et au nominatif, et l'on verra que l'opération ne modifiera pas plus les cours que ceux de l'Italien 5 o/o frappé d'une taxe de 20 o/o ont été modifiés quand la valeur a été ramenée à 4 o/o sans impôt.

Or, MM. Boucard et Jèze pourraient-ils soutenir qu'une valeur du type 2,70 o/o et une autre de 3 o/o, semblables d'ailleurs en tous points pour tout le reste, y compris les conditions d'imposition, se cotent au même taux ? Ce serait contraire à tous les faits, à tous les enseignements de la cote. Le 3 1/2 o/o perpétuel français, qui existait encore il y a dix ans, n'a-t-il pas toujours été à un cours supérieur à celui du 3 o/o ?

Donc, la menace d'impôt sur la rente, comme la menace d'impôt sur le revenu, a certainement pesé sur les cours de cette valeur. Les derniers ministres des Finances l'ont bien reconnu d'ailleurs, puisqu'ils ont jugé nécessaire, pour enrayer dans une certaine mesure la baisse de notre fonds national, d'abandonner le projet d'imposition et de proclamer bien

haut son immunité. Leurs déclarations publiques sur ce point ne se comptent plus.

Le dimanche 21 juillet 1912, notamment, M. Klotz, ministre des Finances, au cours d'un discours prononcé à Saint-Gratien, renouvelait des déclarations faites antérieurement à la tribune de la Chambre et se déclarait d'accord avec la commission sénatoriale de l'impôt sur le revenu pour maintenir les immunités fiscales dont jouit actuellement la rente française.

Plus tard, en mai 1913, M. Dumont, successeur de M. Klotz, prononçait au Sénat les paroles suivantes : « La rente française ne représente pas seulement pour un Français le crédit de notre pays, une valeur qu'autrefois tout le monde tenait à honneur de mettre dans son portefeuille pour une part assez importante. Elle représente, à ne parler que le langage strict de l'intérêt, une valeur à laquelle s'attachent des immunités fiscales qui n'ont jamais été ébranlées jusqu'à présent.

» Telle est, par exemple, l'immunité du droit de timbre et de transmission.

» Ce sont, en outre, des privilèges de droit civil.

.

» Enfin, si jamais le gouvernement était amené à faire une opération de crédit, fût-elle à court terme, il considérerait de son devoir de mettre l'engagement

contractuel de l'immunité du coupon sur le titre même qu'il émettrait (1). »

Désireux de donner encore plus de publicité à ces déclarations, le ministre commentait ses paroles dans le journal *le Matin* (2).

Il affirmait encore les mêmes principes dans le même journal, le 20 août 1913. « Vainement, disait-il, faisait-on semblant, dans certains milieux suspects, de parler couramment de la rente à 80 francs. Les vrais Français, à la Bourse, ont continué à faire confiance au bon sens du public.

» Avec moi, ils ont continué à déclarer : *Par l'immunité de tout impôt, dont jouit depuis un siècle et dont continuera à jouir le coupon de rente dans n'importe quel régime fiscal...*, le 3 o/o perpétuel doit constituer une part importante de n'importe quel gros ou petit portefeuille. »

Toutes ces déclarations solennelles ont-elles impressionné favorablement les cours de la rente française ? Nous ne le croyons pas.

Une seule, la première, suffisait et a, en effet, suffi à réparer l'impression défavorable causée par le projet d'imposition. Cet impôt était déjà en partie escompté par les cours ; l'annonce qu'il ne serait pas réalisé fit disparaître la baisse que la crainte de son établissement avait provoquée. La rente qui, le 21 avril 1912, valait 91,75, remonta ainsi à 94,40 le 4 mai.

1. V. *Journ. off.* du 15 mai 1913, *Economiste Européen* du 16 mai 1913, etc.

2. Numéro du 15 mai 1913.

Il faut dire, d'ailleurs, que cette différence de cours est beaucoup plus importante que ne le comportait la cause qui l'avait fait naître ; des interventions s'étaient produites pour accentuer la hausse et les journaux ont nommé à cette occasion la Banque de Paris et des Pays-Bas.

A la suite de la déclaration des 14 et 15 mai 1913, la rente gagna péniblement un point (passant de 85 le 14 à 86 le 20 mai) pour retomber ensuite.

Achats de la clientèle obligatoire

On pourrait s'étonner, et à juste titre, que la rente française ait, au moins jusqu'à la fin de 1912, maintenu ses cours beaucoup mieux que les fonds d'État similaires alors que nous n'avons trouvé, jusqu'à présent, que des causes de baisse particulières s'ajoutant aux causes de baisse d'ordre économique général. C'est que nous n'avons pas encore mentionné un élément très important de la quotation de la valeur : les achats de la clientèle obligatoire.

Nous avons déjà indiqué la composition de cette clientèle (1). Nous ne nous occuperons maintenant que des opérations de la Caisse des dépôts et consignations et des compagnies d'assurances qui ont eu sur les cours l'influence la plus considérable.

1. V. *supra*, p. 13.

Achats de la Caisse des dépôts et consignations

On ne paraît pas tenir suffisamment compte de l'effet sur les cours de la rente des achats auxquels procède la Caisse des dépôts et consignations pour le compte des différents établissements dont elle gère les fonds. L'influence de ces achats est pourtant des plus importante, et l'on s'en rend facilement compte si l'on songe qu'il s'agit d'une demande quotidienne assez élevée et sans contrepartie.

Il ne faut pas oublier que la hausse des consolidés qui permit la conversion de Goschen fut provoquée artificiellement par les achats anormaux faits en 1895-1896 (1) par les caisses d'épargne postales à la suite d'une élévation considérable du taux de l'intérêt servi par ces établissements aux déposants.

Certes, la Caisse des dépôts n'effectua pas ses opérations comme il fut fait en Angleterre à cette époque, dans l'intention évidente de faire monter les cours. Les achats sont faits très sagement par cet établissement, en s'efforçant de tenir compte des disponibilités du marché et d'éviter toute perturbation dans les transactions. Il est certain qu'une banque ayant la même faculté d'achat que la Caisse des dépôts, pourrait s'en servir pour provoquer une hausse bien plus accentuée.

1. Ces achats se sont élevés à 23 millions de livres.

Mais de quelque façon qu'ils soient faits, des achats ne peuvent qu'influencer favorablement les cours. Or, ces achats que nous avons vus (1) s'élever entre 1898 et 1906 au chiffre total de 1.428.879.407 fr. 29 ont été encore très importants les années suivantes.

Les emplois de fonds en rente 3 o/o ont porté (2) :

En 1907 sur les sommes de	158.018.842	81
1908	—	132.133.455 71
1909.	—	181.375.415 07
1910	—	146.233.898 85
1911	—	70.584.252 21
1912	—	95.469.095 34
Ensemble.....		<u>783.814.959 99</u>

On remarque, en 1911 et 1912, une très sérieuse diminution dans le chiffre des achats et cette diminution a sans aucun doute facilité dans une large mesure la baisse beaucoup plus importante qui s'est manifestée au cours de ces années, puisque le 3 o/o, qui valait encore 94,50 le 2 janvier 1912 ne cotait plus que 89,30 le 2 janvier 1913.

En 1913, dans les cinq premiers mois, les achats des caisses baissent encore.

1. V. p. 287.

2. Emplois de fonds faits pour les comptes désignés, p. 34, note 1.

Ils sont respectivement de janvier à septembre 1913, 1912 et 1911 de :

783.815	1913	177.861	1912	14.997.681	1911
2.348.323	»	1.666.775	»	17.142.793	»
2.239.133	»	3.038.132	»	21.367.535	»
2.516.119	»	10.851.238	»	16.908.245	»
4.749.687	»	14.894.945	»	11.674.394	»
11.536.596	»	13.281.191	»	7.400.711	»
13.133.565	»	12.997.123	»	7.255.005	»
8.294.809	»	12.331.513	»	7.716.724	»
12.916.989	»	9.913.656	»	6.915.298	»
58.519.036		<u>79.152.434</u>		<u>111.378.386</u>	

Les cours de la rente suivent la même régression passant de 89,30 au 2 janvier 1913 à 83,50 au 30 juin de la même année. Certes, il faut tenir compte qu'à cette époque l'horizon politique était très sombre à cause de la guerre des Balkans, mais il n'en est pas moins vrai que les cours de notre fonds national se ressentirent très sensiblement de ce que leur soutien constant leur fit défaut à cette époque critique. L'accroissement des achats à partir de juin correspondit d'ailleurs à un relèvement de la rente qui cota 91 en août pour revenir à 88 au 1^{er} octobre.

Cet exemple montre bien, disons-le en passant, tous les inconvénients de la si grande limitation à laquelle est astreinte pour l'emploi de ses fonds la clientèle obligatoire. Quand les valeurs à revenu fixe sont en faveur et que la rente a déjà tendance à monter, les ordres d'achats affluent. Les dépôts des caisses d'épargne dépassent notablement les retraits et l'emploi de tous ces fonds accentue encore très sensible-

ment la hausse, amenant des cours exagérés qui font ressortir un taux de capitalisation par trop faible proportionnellement au taux de capitalisation des autres valeurs. Cette exagération des cours provoque forcément des réalisations d'autant plus nombreuses que la hausse a été plus forte. Mais, en même temps, la clientèle des caisses d'épargne, qui est sensiblement la même que celle de la rente, diminue aussi, de sorte que les achats faits avec les fonds provenant de ces établissements ne parviennent pas à soutenir les cours. Si, aux phénomènes d'ordre économique s'ajoutent des difficultés politiques, une guerre dans laquelle le pays se trouve engagé, les inconvénients du régime français deviennent un danger pour le crédit public. La clientèle obligatoire ne limite plus seulement ses achats, elle vend, et contribue, elle aussi, à l'affaissement des cours qu'il serait nécessaire de soutenir ; mais la clause de sauvegarde des caisses d'épargne, dira-t-on (remboursement limité à 50 fr. tous les quinze jours) va remédier au danger ? Bien faiblement, si l'on tient compte du nombre formidable des comptes !

Les dispositions légales et réglementaires qui règlent l'emploi des fonds des caisses d'épargne partent d'un principe financier défectueux. Les sommes versées par les déposants sont remboursables à vue (1). L'emploi de ces sommes devrait donc

1. En principe, les fonds ne sont exigibles que dans un délai de quinzaine (loi du 20 juillet 1895, article 3) ; mais, en fait, la

être fait en très grande partie en placements à court terme. C'est ainsi que procèdent toutes les banques de dépôt.

Or, il n'est pas possible à la Caisse des consignations de placer à court terme une proportion suffisante des fonds qu'elle assume la lourde charge de gérer, pour les raisons suivantes :

1^o Les placements à court terme autorisés par les lois et décrets en vigueur sont trop restreints. Ils ne comprennent guère que des bons du Trésor que l'État préférerait certes renouveler plutôt que rembourser en temps de crise grave.

2^o Les intérêts servis aux déposants sont trop élevés. Comme les fonds placés à court terme rapportent considérablement moins que ceux prêtés à longue échéance, la Caisse des dépôts doit se borner à effectuer presque exclusivement ces derniers placements pour être en mesure de servir aux caisses d'épargne l'intérêt prévu.

Est-il une banque qui donne 2 1/2 ou 3 0/0 d'intérêt pour des fonds remboursables à vue (1) ?

Nos grandes sociétés de crédit donnent 1/4, 1/2 0/0 au plus aux capitaux qui leur sont remis dans ces conditions, mais, par contre, elles conservent, pour parer aux retraits, une forte encaisse en numéraire

plupart des Caisses d'épargne remboursent à vue comme le texte susvisé les y autorise.

1. La Caisse des dépôts doit d'ailleurs faire produire 3 1/2 0/0 au moins à son portefeuille, pour que les caisses d'épargne puissent fournir l'intérêt visé ci-dessus à leurs déposants.

et emploient la plus grande partie de leur argent en pratiquant l'escompte d'effets de commerce remboursables à court terme et pouvant d'ailleurs être transformés eux-mêmes en numéraire à chaque instant en les réescomptant à la Banque de France (1).

On objectera que les dépôts faits aux banques sont de tout autre nature que ceux remis aux caisses d'épargne. Les dépôts des banques proviennent surtout de commerçants, de rentiers; ils représentent les soldes des comptes courants et sont constamment modifiés. Les versements et retraits sont forts nombreux. Toute perturbation économique a aussitôt sa répercussion sur le chiffre des dépôts, et une prudence élémentaire commande aux établissements de crédit d'effectuer leurs placements de façon à rendre mobilisable, dans le plus bref délai possible, la majeure partie des fonds qui leur sont confiés.

Les caisses d'épargne reçoivent au contraire principalement les économies des gens modestes. Alors que les dépôts des banques constituent pour les déposants une partie de leur *fonds de roulement*, les sommes portées aux livrets de caisse d'épargne sont un *placement* pour leurs titulaires. La chose est exacte en grande partie, et il en résulte que les

1. On ne se souvient plus guère aujourd'hui que le krack de l'Union Générale est dû surtout à la trop grande proportion des immobilisations. C'est à la suite de cet exemple que la plupart de nos grandes sociétés de crédit, notamment le Crédit Lyonnais, réduisirent leurs participations sur titres pour se livrer presque exclusivement à l'escompte qui permet une mobilisation beaucoup plus rapide des capitaux.

perturbations économiques n'ont en général qu'une faible répercussion sur les dépôts des caisses d'épargne. Mais, en temps de crise politique, en cas de guerre dans laquelle la France serait engagée, la situation serait toute différente. Les banques seraient garanties contre des retraits excessifs par un moratorium, tandis que les caisses d'épargne seraient dans le plus grand embarras pour parer aux demandes de retraits qui ne manqueraient pas d'affluer, malgré la clause de sauvegarde dont l'insuffisance est évidente.

Les caisses d'épargne n'acceptent pas de placements supérieurs à 1.500 francs. Les déposants ne peuvent donc consacrer, en général, à ce placement, qu'une partie de leurs économies. Le reste est employé en rente française, en obligations, etc. Dès lors, les sommes remises à la Caisse d'épargne constituent, tout en étant un placement, la partie la plus mobilisable de la fortune des titulaires des livrets. Ce sont ces sommes dont ils demanderaient dès l'abord le remboursement en cas de besoin, et la « poussière » des déposants, suivant une expression pittoresque et juste de M. Neymarck, assiégerait dès les débuts d'une guerre les guichets des caisses d'épargne pour se faire remettre toute la partie de leurs dépôts immédiatement exigible.

Que faire pour remédier à un semblable danger ? On pourrait tout d'abord, nous semble-t-il, transformer les dépôts remboursables à vue en dépôts à longue échéance. Puisque le dépôt à la Caisse

d'épargne est un placement, il n'y aurait aucun obstacle à agir ainsi. On pourrait d'ailleurs accepter des dépôts à vue, mais jusqu'à une limite moins élevée que les autres dépôts et en leur accordant un intérêt moindre.

On pourrait, en second lieu, étendre les placements à court terme. Il ne serait évidemment pas possible de faire de l'escompte. Mais, imitant ce qui a lieu en Allemagne, rien n'empêcherait d'accepter des *pensions* de titres, pour employer le terme du métier. Une pension de titres constitue tout simplement un prêt sur titres consenti à des professionnels. Le banquier qui a besoin d'argent demande à une compagnie de chemins de fer ou à tout autre établissement qui possède momentanément des fonds disponibles, en attendant par exemple le paiement d'un coupon, de lui avancer les sommes qui lui sont actuellement nécessaires, pour une période d'un mois, trois mois, six mois, et il remet en garantie des titres pour une valeur égale à l'avance plus 1/10 ou 1/5.

L'opération présente pour le prêteur toute sécurité s'il traite avec les banques les plus sérieuses de la place et s'il n'accepte en nantissement que de bonnes valeurs. Il obtient d'ailleurs un intérêt assez rémunérateur qui varie avec le loyer de l'argent, mais qui est en général de 1 à 3 o/o.

Il est presque superflu de faire remarquer, d'autre part, combien les disponibilités nouvelles mises à la disposition des banques faciliteraient les affaires

et seraient utiles aux époques où l'argent est rare.

Nous nous sommes peut-être un peu étendu sur ce sujet, qui ne rentre pas absolument dans le cadre de notre travail. Mais nous avons été amené tout naturellement, en étudiant les causes de baisse de notre fonds national, à examiner celles qui pourraient se produire si certaines éventualités se réalisaient, et il nous a paru utile d'indiquer certains moyens que nous croyons capables d'atténuer, dans une certaine mesure, le danger.

Achats des sociétés d'assurances. — La loi du 17 mars 1905, qui modifia le fonctionnement des assurances-vie en France, obligea notamment les sociétés étrangères, opérant en France, à mettre en portefeuille une certaine quotité de valeurs spécialement déterminées.

D'après le décret du 9 juin 1906 (1), rendu pour l'exécution de l'article 8 de la loi précitée, la valeur des polices souscrites en France doit être couverte par un portefeuille qui peut être composé de la façon suivante :

1° Sans limitation, en valeurs émises par l'État ou garanties par lui, en obligations départementales, communales, des Chambres de commerce de France et d'Algérie, en obligations du Crédit Foncier de France, enfin en certains prêts et placements immobiliers ;

1. Modifié par celui du 18 mars 1913.

2° Dans la proportion de $\frac{2}{5}$ au plus, en certains prêts ;

3° Pour $\frac{1}{4}$ au plus, en valeurs de toute nature figurant à la cote officielle et inscrites sur une liste préalablement approuvée par les actionnaires.

La loi du 8 mars 1905 s'applique également aux sociétés françaises, qui étaient d'ailleurs soumises auparavant sur ce point à une législation à peu près analogue, et, en outre, aux sociétés tontinières.

On s'imagine facilement les achats énormes, en rente particulièrement, qui furent faits par les compagnies d'assurances sur la vie, surtout les compagnies étrangères, dès que la loi du 8 mars 1905 entra dans sa pleine période d'application.

La clientèle des compagnies d'assurances remplaça celle des congrégations, aussi le cours de la rente, qui était tombé en 1907 et 1908 dans les environs de 94 francs, revint-il en 1909 et 1910 à 97 et même 98 francs.

Cette hausse fut due à la cause que nous indiquons beaucoup plus qu'au mouvement général de reprise qui suivit la crise américaine. La meilleure preuve en est que les valeurs de premier ordre comme la rente française : fonds anglais, suisses, norvégiens, par exemple, restèrent sans changement ou même baissèrent pendant la même période.

Il serait bien difficile d'indiquer, même approximativement, le chiffre des achats faits en exécution de la loi du 17 mars 1905. En 1897, les assurances-vie françaises possédaient un capital de 331 millions de

rente. Il faut y ajouter le chiffre des rentes acquises depuis par les mêmes compagnies, les rentes possédées aujourd'hui par les assurances étrangères, les sociétés de capitalisation, d'épargne. En ajoutant encore à ces gros portefeuilles ceux plus modestes des propriétés individuelles, mais obligatoires, les techniciens, notamment M. Edmond Théry (1), sont d'avis qu'une valeur de 5 milliards de rente française est concentrée entre les mains des porteurs obligatoires que nous venons d'indiquer.

Remarquons que la nouvelle clientèle obligatoire de la rente et des valeurs garanties par l'État est un puissant instrument de nivellement des cours des divers titres qu'ils ont le droit d'acquérir car ces établissements privés, stimulés par l'intérêt personnel, sont toujours disposés à faire tout arbitrage avantageux.

§ 3. — CAUSES SPÉCIALES AUX OBLIGATIONS DE CHEMINS DE FER QUI ONT AMENÉ LA BAISSÉ DE CES VALEURS.

Nous disions, au début de cette deuxième partie, que des causes de baisse, spéciales aux obligations de chemins de fer, avaient influé dans une très

1. V. notamment *Economiste européen* du 10 mai 1912, p. 584, article sur les actions et les obligations des grandes compagnies françaises de chemins de fer. — Comp. article non signé sur *les Détenteurs de la rente* paru dans *le Matin* du 17 août 1913.

grande mesure sur les cours de ces valeurs entre 1906 et 1912.

Les faits auxquels nous faisons allusion paraissent déjà bien éloignés aujourd'hui. Nous allons les rappeler successivement.

*Émissions très élevées, à guichets ouverts,
d'obligations de chemins de fer (1)*

Certes, cette cause de baisse — nous verrons que c'en est une — n'est pas particulière à la période que nous étudions. Mais nous constaterons qu'elle n'avait pas eu d'effet depuis de longues années avant 1906.

On sait que les compagnies de chemins de fer ne font pas d'emprunts sous forme d'émissions publiques. Elles utilisent les guichets si nombreux dont elles disposent pour mettre en vente, dans toutes les gares, les obligations qu'elles désirent placer dans le public. Ce sont là des guichets de vente remarquables vis-à-vis desquels ceux de tout établissement privé, de l'État lui-même, ne peuvent soutenir la comparaison.

Ils sont remarquables par le nombre d'abord, puisqu'il en existe autant que de gares. Ils sont remarquables aussi par leur situation. Qui ne

1. Nous tenons à remercier M. Fabens, associé d'agent de change, qui a bien voulu nous fournir, pour la rédaction de ce chapitre en particulier, des renseignements d'autant plus précieux qu'ils émanent d'une personne hautement compétente et particulièrement bien placée pour les donner.

séjourne pas en effet fréquemment, longuement, dans les gares en attendant le train ? Le voyageur qui va et vient, dans la gare, est attiré par un écriteau discret annonçant la vente, au guichet, d'obligations de la compagnie 3 o/o à 412, 2 1/2 o/o à 370. Or, s'il reporte ses yeux sur les autres choses qui l'entourent, il voit toute l'activité que sert à créer le capital dont on demande l'emprunt. Il ne s'agit pas d'exploitation de mines que personne du pays n'a vues, il ne s'agit pas d'entreprises hypothétiques, il ne s'agit pas même d'un emprunt d'État destiné peut-être à combler un trou du budget. Non, il s'agit de créer de nouvelles gares, comme celle où l'on est, d'établir de nouvelles voies ferrées, de faire circuler de nouveaux trains dans lesquels les voyageurs afflueront, dans lesquels les produits de toute une région seront entassés pour être expédiés au loin et vendus à de hauts prix.

On conçoit tout l'avantage que présente, à l'égard des Compagnies de chemins de fer, cette situation privilégiée pour le placement de leurs obligations. En fait, les résultats qu'en ont tirés les Compagnies ont été extrêmement remarquables. Chaque année, il est vendu des titres aux guichets des gares pour une valeur de plusieurs centaines de millions. Et, de ces ventes, nul ne se doute. Il n'est pas fait d'émissions à grand fracas, on n'envoie pas de circulaires, on n'appose pas de vastes affiches. Simplement un petit écriteau annonce la vente, sans insister le moins du monde sur la nature du titre et les avantages de l'opé-

ration. Les caractéristiques du titre, on les connaît : qui n'a eu entre les mains des obligations de chemins de fer ? Les avantages de l'opération ? Comme nous venons de le dire, l'aspect même du lieu les fait suffisamment ressortir.

Ces placements, faits sans que l'on s'en doute, n'ont pas effrayé l'épargne. Dans les périodes les plus critiques, celle-ci, qui aurait éprouvé une profonde répugnance à répondre à des demandes publiques, a toujours couvert les émissions des Compagnies sans s'en douter. En faut-il donner un exemple ? En février et mars 1913, au moment le plus critique du conflit balkanique, à une époque où l'Allemagne et l'Autriche ne trouvaient pas à emprunter, une Compagnie (1) eut besoin d'une centaine de millions. Elle ne pouvait faire passer dans le public, par ses seuls guichets, la quantité de titres nécessaire pour une telle opération. Elle promit alors une prime de 1 franc par titre pour le placement de 5.000 obligations et de 2 francs pour le placement de 10.000. Toutes les Compagnies prêtèrent aussitôt leurs guichets pour s'assurer la prime et de nombreux titres furent directement introduits en Bourse. De la sorte, en deux mois, l'opération fut terminée sans que personne, à part quelques initiés, en eussent eu connaissance. Quel établissement de banque au monde eût pu parvenir, à la même époque, à un résultat semblable ?

1. La Compagnie du Midi, croyons-nous.

Les ventes à guichet ouvert sont d'ailleurs faites à d'excellentes conditions pour l'émetteur. Dans une émission publique, en effet, le taux d'émission est toujours plus bas que le cours de la Bourse. Il s'agit de trouver de nouveaux clients : comment parviendrait-on à ce résultat si on ne leur proposait une affaire avantageuse, c'est-à-dire si on ne leur offrait un prix d'achat plus bas que la valeur réelle cotée en Bourse ? Et puis les titres nouvellement émis ne sont pas acquis de suite par la clientèle qui doit les garder. Ils sont pris, pour une part plus ou moins grande, par des spéculateurs qui les conservent jusqu'au moment où ils peuvent les revendre au public avec bénéfice. Or, il faut ménager ce bénéfice des spéculateurs pour obtenir leur concours.

Enfin, par leur méthode d'émission, les Compagnies peuvent se procurer l'argent nécessaire au fur et à mesure de leurs besoins. Il serait impossible de faire publiquement appel à l'épargne plusieurs fois par an. Le public se lasserait bien vite et la valeur perdrait bientôt sa faveur auprès de lui. Il serait nécessaire de faire de grosses émissions pour les besoins de plusieurs années et, en attendant que les travaux se fassent et soient payés, il faudrait assurer le service de l'emprunt, tandis que le capital prêté resterait inactif ou ne produirait qu'un faible intérêt.

Voilà les principaux avantages des émissions faites par les compagnies aux guichets des gares. On voit qu'ils sont importants et qu'ils suffisent amplement à engager les compagnies à utiliser ce

procédé. Il est fort heureux que nos grandes entreprises de transport aient eu l'idée d'y avoir recours et nous ne pouvons que les en louer sans réserve, nous le disons et nous le répétons bien haut pour que les critiques que le système nous paraît présenter et que nous allons exposer ne nous fassent pas considérer comme son adversaire.

La science financière nous enseigne que le procédé d'émission par petits paquets, le système du *robinet ouvert*, est très défectueux. Il provoque fatalement la baisse et produit des effets d'autant plus fâcheux que la vente est plus importante et prolongée. N'est-ce pas l'émission, par tranches successives, de rente 3 o/o amortissable qui a pesé pendant tant d'années sur les cours de notre fonds national ? N'est-ce pas les nombreux emprunts émis depuis 1900 qui ont été la cause principale de l'énorme baisse qui a atteint toutes les obligations de la Ville de Paris, tandis que les valeurs du Crédit Foncier maintenaient à peu près leurs cours ?

En Angleterre, la baisse des consolidés provient pour une très grande part des émissions successives de titres, dits *Irish Land*, qui sont venus peu à peu saturer le marché à un moment où les consolidés perdaient une partie de leur clientèle.

Cette cause de baisse est indiquée par M. Lloyd George lui-même, l'homme d'État anglais bien connu, dans un discours prononcé devant la Chambre des communes au cours de la discussion

du budget de 1912 (1). « De son côté, l'Irish Land a eu sur le marché une influence très grave en dehors du fait qu'on l'émet par tranches de 2, 3 ou 5 millions de livres sterling. Il eût été bien préférable d'emprunter la totalité de la somme et d'en avoir fini ainsi que de procéder de manière que personne ne sache ce que l'État va encore demander la prochaine fois. Tel est l'inconvénient de l'Irish Land en tant que fonds d'État... De plus, il a enlevé aux consolidés une part importante de leurs débouchés. »

Donc, d'après les principes financiers les plus certains, les émissions par la méthode du robinet ouvert amènent la baisse. Pourquoi les émissions faites par les compagnies de chemins de fer feraient-elles donc exception à la règle ?

Parce que, dit-on, ces ventes aux guichets compensent les remboursements des obligations amorties et aussi parce que l'offre est faite de façon assez discrète pour ne pas alarmer les capitalistes, avec pourtant une publicité suffisante pour amener sans cesse de nouveaux clients qui, s'ils n'avaient pas été incités à acheter des obligations de chemins de fer, auraient acquis d'autres valeurs.

En ce qui concerne le premier argument, il est tout à fait exact. Il est certain que quand un capita-

1. Discours publié dans le journal *La Situation Économique et Financière* du 27 juillet 1912. Nous regrettons vivement que le cadre de notre travail ne nous permette pas de citer intégralement ce discours qui constitue un exposé magistral des causes qui ont amené la baisse des consolidés anglais.

liste reçoit le montant d'une obligation amortie, il est généralement incité à acheter un titre semblable en emploi. Or, la demande faite dans ces conditions vient en surcroît de la demande ordinaire qui, en temps normal, constitue sensiblement la contre-partie des offres. Donc, tant que les ventes aux guichets ne sont pas supérieures aux amortissements, elles ne doivent pas alourdir le marché. Rien n'est plus naturel, mais la proposition n'est exacte que si les ventes aux guichets sont au plus égales au montant des amortissements.

Est-il vrai que si elles sont supérieures, les offres soient entièrement absorbées par une clientèle nouvelle ? Evidemment nous reconnaissons volontiers que le défaut à peu près complet de publicité qui accompagne les émissions, l'ignorance où sont les capitalistes de leur importance et de leur destination exacte (c'est un nouvel avantage du système dont nous n'avions pas encore parlé) empêchent le public de s'alarmer d'appels de fonds considérables et souvent répétés ; mais l'absorption de gros capitaux par une clientèle qui, malgré tout reste cantonnée dans un certain cercle, celui des petits épargnants, ne peut normalement se produire sans amener une baisse de la valeur. Certes, s'il ne s'agit pas de chiffres élevés et si les obligations de chemins de fer sont dans une période de grande faveur auprès du public, les nouveaux placements peuvent se faire sans influencer le marché. Mais il n'en est pas de même si les émissions sont importantes ou encore si certaines cir-

constances ont fait perdre aux capitalistes une partie de leur confiance dans la valeur. Alors les ventes directes au public doivent forcément amener la baisse des cours.

Il ne faut pas oublier que certaines années, et particulièrement, comme nous le verrons plus loin, entre 1906 et 1912, les Compagnies ont placé pour plusieurs centaines de millions de francs de titres au delà du chiffre des amortissements. Or, il est évident que des émissions de cette importance pèsent sur le marché, qu'elles amènent, de façon à peu près certaine, une dépréciation sérieuse de la valeur. Des exceptions, certes, peuvent se présenter, mais elles sont alors dues à des circonstances exceptionnelles comme la création de toutes pièces d'une clientèle nouvelle (exemple, les Compagnies d'assurances étrangères sur la vie, en 1906), ou comme une pénurie des placements nouveaux en regard des disponibilités nouvelles à employer.

D'autre part, pour que les émissions aux guichets n'influencent pas les cours, il faut que les valeurs de chemins de fer soient particulièrement en faveur auprès du public.

Nous disions que les guichets étaient très bien placés pour vendre des obligations, puisqu'ils se trouvaient au centre de l'activité même que l'on demande des capitaux pour étendre. Certainement cet élément est sérieux, mais il ne faut pas s'en exagérer l'importance. Les capitalistes peuvent subir, dans une certaine mesure, l'influence du milieu, et ils la subissent d'autant plus que la mode est en faveur des obligations de chemins

de fer, que les recettes de l'exploitation présentent des plus-values, que les Compagnies accomplissent sans à-coups le service dont elles sont chargées, qu'elles ne sont pas enfin menacées par l'État. Mais, si ces éléments font défaut, les capitalistes sont bien vite portés à ne pas se fier aux apparences. C'est une gent qui possède une haute dose de défiance naturelle et, si on les appelle parfois des gogos, ce n'est pas parce qu'ils se laisseront attraper à acheter des valeurs douteuses à faible revenu, mais parce que l'appât d'avantages considérables a endormi leur crainte. La clientèle des obligations de chemins de fer n'est et ne peut être qu'une clientèle prudente, avisée, qui préfère avoir peu de revenus, à condition qu'ils soient assurés, plutôt que de gros intérêts que l'on peut redouter de voir impayés à chaque échéance.

A-t-on oublié déjà que le crédit des Compagnies de chemins de fer n'était pas solidement assis en 1878, au point que le réseau de l'État a été créé en vue principalement d'éviter que la baisse rapide des 200 millions d'obligations des petites Compagnies entamât le crédit des grandes Compagnies ? Plus près de nous, dans la période que nous étudions, des craintes sérieuses s'élevèrent, nous en parlerons plus loin, sur les perspectives d'avenir et même la solvabilité future des compagnies.

Telles sont les conclusions auxquelles la logique nous conduit. Ces conclusions se confirment si nous passons à l'examen pratique des faits. Voyons ce

qui se produit sur le marché pendant que les compagnies mettent en vente de grosses quantités de titres à leurs guichets. Et, tout d'abord, pour bien faire saisir l'influence des ventes directes sur les cours cotés, il faut mettre en lumière la façon dont les transitions sont effectuées à la Bourse de Paris.

Les achats et ventes se font par l'intermédiaire des soixante-dix agents de change qui exécutent chacun les ordres de leurs clients. Mais ces agents, leurs commis plutôt, n'examinent pas entre eux les ordres dont ils sont porteurs pour établir après discussion le cours correspondant au juste équilibre des offres et des demandes. [Ce serait impraticable pour les valeurs à large marché, ce serait le gâchis le plus complet. Il faut un arbitre qui, d'après les tendances du marché, d'après les ordres contraires qui lui sont signalés, annonce un cours auquel se font les échanges. Chaque agent de change a sa spécialité ; celui-ci cote la Rente, celui-là le Rio, cet autre encore, les obligations de chemins de fer.

Or, les compagnies qui émettent à guichets ouverts, vendent toujours plus cher qu'à la Bourse. Elles doivent évidemment agir ainsi parce que, dans le cas contraire, le cours coté baisserait immédiatement au-dessous du prix aux guichets. On n'achèterait pas en Bourse ce que l'on peut se procurer à moins cher ailleurs. Mais, les compagnies qui veulent placer beaucoup de titres vendent à une très petite différence du cours coté. Une baisse se produit-elle en

Bourse ? Aussitôt le prix de la vente directe est baissé. Par contre, un mouvement ascensionnel se dessine-t-il ? L'agent de change qui cote la valeur ne peut monter. Il est lié par le prix de vente des compagnies et ne peut dépasser un certain cours qui représente à peu près exactement ce prix de vente diminué des frais d'achat, soit 0 fr. 50 environ.

A ce moment évidemment, les ventes sont actives aux guichets. Comme il n'y a aucun avantage à acheter en Bourse, on s'adresse directement aux compagnies. La situation dure ainsi huit jours, quinze jours, puis les compagnies, sollicitées d'élever leurs prix, s'y décident ; mais il est trop tard, le mouvement est terminé et la baisse revient.

Or les mouvements de hausse se produisent périodiquement, de même que ceux de baisse.

Quand une grosse émission est sur le point d'être lancée, on assiste toujours à un recul général parce que les capitalistes qui veulent profiter de l'occasion, mais qui n'ont pas encore les fonds nécessaires pour cela, vendent une partie de leur portefeuille pour se les procurer. De même, les spéculateurs abandonnent les valeurs sur lesquelles ils jouent pour opérer sur le nouvel emprunt.

Mais, quand l'émission est faite, les souscripteurs touchent les fonds sur lesquels ils comptaient et reconstituent leur ancien portefeuille. La spéculation abandonne peu à peu la nouvelle valeur. Alors, les cours reprennent, la hausse se produit et vient remettre sensiblement toutes choses en place, comme

avant l'émission. Or, si pour une raison ou pour une autre une valeur n'a pas suivi le mouvement général, il est désormais trop tard pour profiter des bonnes dispositions du marché et elle conserve un cours déprécié.

Un phénomène analogue se produit, mais pour chaque valeur séparément, aux époques où se détache le coupon. Le capitaliste désireux d'acheter se rend en général acquéreur un peu avant l'époque des arrérages, pour pouvoir en profiter, tandis que le vendeur attend plutôt au contraire qu'il puisse vendre ex-coupon. Il en résulte d'ordinaire un mouvement de hausse avant l'échéance des intérêts et un mouvement de baisse après, en tenant compte naturellement du prix du coupon. On revient ensuite au cours normal, le marché étant d'ailleurs favorisé par les disponibilités que procure le paiement des arrérages.

Or, dans ce cas encore, si la compagnie de chemins de fer émettrice a suivi le mouvement de baisse sans avoir aussitôt changé son prix de vente quand les cours reprennent, il en résulte une baisse durable sur les cours de ses obligations.

Essayons maintenant de voir si les ventes directes ont pu contribuer à la baisse entre 1906 et 1912, et dans quelle mesure.

De 1897 à 1911, les émissions faites par les compagnies présentent l'importance suivante (1) :

1. Chiffres fournis par les statistiques très complètes publiées par M. A. Neymarck dans *Le Rentier* et le *Journal de la Société de statistique de Paris*.

Années	Obligations vendues	Total du prix de vente
		Millions
1897.....	238.187	107,6
1898.....	282.316	125
1899.....	446.096	191,8
1900.....	817.006	349,6
1901.....	656.087	291,5
1902.....	433.971	194,3
1903.....	346.752	153,6
1904.....	300.470	131,2
1905.....	169.071	75,1
1906.....	153.431	67,0
1907.....	623.530	263,6
1908.....	903.986	385,6
1909.....	880.517	378,4
1910.....	635.193	271,8
1911.....	761.354	313,1

Par contre, pendant le même laps de temps, il a été procédé aux amortissements suivants :

Années	Obligations amorties	Montant en capital
		Millions
1897.....	222.099	110,5
1898.....	230.099	119,0
1899.....	238.613	123,8
1900.....	251.859	127,3
1901.....	261.740	132,6
1902.....	277.374	139,0
1903.....	287.311	147,5
1904.....	299.597	153,9
1905.....	308.385	158,5
1906.....	313.252	156,5
1907.....	324.331	162,2
1908.....	341.477	171,7

1909.....	359.465	180,1
1910.....	380.216	191,0
1911.....	396.732	198,8

On voit que de 1897 à 1906 inclus, les émissions n'ont pas beaucoup dépassé et ont même été souvent inférieures aux amortissements.

Par contre, à partir de 1906, le chiffre des émissions ne cesse de s'accroître chaque année dans de fortes proportions. Les chiffres suivants montrent dans quelle mesure les ventes l'emportent sur les amortissements :

Années	Surplus d'obligations en circulation	Capital réellement emprunté
1907.....	299.199	101,4
1908.....	562.506	213,9
1909.....	521.052	198,3
1910.....	254.977	80,8
1911.....	364.622	114,3
Ensemble.....	2.002.356	708,7

L'importance des émissions se remarque encore si l'on examine les fluctuations du capital nominal des titres en circulation. Voici les chiffres (1) :

1902.....	17.962 millions
1904.....	17.975 —
1906.....	17.821 —
1908.....	18.227 —
1910.....	18.605 —
1912.....	18.927 —

On voit que les sommes réellement demandées au public en cinq ans — de 1907 à 1911 — s'élèvent à

1. Renseignements tirés du tableau publié par M. Neymarck dans *le Rentier* du 17 juillet 1913.

plus de 700 millions et que la dette nominale des compagnies, en englobant une année de plus, 1912, est supérieure à un milliard. On s' imagine facilement que, pour obtenir de pareilles sommes, les compagnies aient dû bien des fois serrer de près, pour leurs ventes aux guichets, les cours de la bourse et enrayer bien des mouvements de hausse.

Nous voudrions prouver, par un exemple décisif, l'effet des émissions sur les cours. Comparant les fluctuations des diverses obligations de chemins de fer au moment d'une forte émission d'une valeur différente qui provoque, comme nous l'avons dit déjà, un mouvement général de baisse puis de hausse, nous aurions montré que toutes les obligations après avoir baissé ensemble, remontent ensemble, sauf précisément celles du type le plus offert au même moment aux guichets des compagnies.

Mais nous ne pouvons fournir un tel exemple, parce qu'il n'est pas possible de savoir de façon certaine l'époque de l'année où chaque compagnie a eu besoin d'accroître ses ventes aux guichets. Les compagnies font savoir seulement le total de leurs émissions par an.

On peut faire toutefois les deux constatations suivantes :

La première, que les obligations de la compagnie de Paris-Lyon cotent presque toujours, surtout depuis deux ou trois ans, des cours moins élevés que ceux des autres compagnies. C'est un fait que l'on peut constater en lisant la cote. Les autres obligations ont fréquem-

ment des cours plus faibles, correspondant d'ordinaire à des périodes d'émissions, mais les P.-L.-M. sont presque toujours parmi les plus basses. Or, la Compagnie de P.-L.-M. est aussi celle qui a proportionnellement le plus recours aux ventes directes, en tenant compte évidemment de l'étendue supérieure de son réseau.

Ainsi, en 1911, la Compagnie de P.-L.-M. a emprunté effectivement 124.164.723 fr. 29, tandis que l'Orléans, compagnie venant en seconde ligne, empruntait seulement 63.936.026 fr. 73.

En second lieu, on peut constater que les années où les emprunts ont été les plus élevés ont été aussi celles où la parité des obligations de chemins de fer avec la rente a le plus baissé au détriment des obligations.

Ainsi, il résulte de notre tableau de la page 41 qu'en 1908 et 1909, époque où les émissions ont été les plus élevées, les obligations de chemins de fer maintenaient à peine leurs cours, tandis que la rente bénéficiait d'une hausse importante, tandis qu'en 1910 et 1911, années où les ventes aux guichets se ralentirent, la parité dans la baisse des deux catégories de valeurs se maintenait à peu près.

Il est bien entendu que nous ne considérons pas les constatations que nous venons de faire ressortir comme une preuve certaine de notre théorie. Ainsi que nous l'avons déjà dit, il est à peu près impossible d'étayer solidement une loi financière de cet ordre sur des arguments tirés de la comparaison de cours.

Ainsi, en 1908 et 1909, la baisse de parité dont nous avons fait mention provient sans doute de la cause énoncée, mais aussi, et vraisemblablement pour une plus grande part, des attaques de toutes sortes dont les compagnies ont été l'objet à cette époque.

Enfin, nous ne voulons pas clore ce chapitre sans répéter que nous ne perdons nullement de vue, malgré la baisse des cours qui en résulte, tous les avantages que présentent pour les compagnies les émissions aux guichets.

Cette baisse même aurait été infiniment plus accentuée si, au lieu de ce procédé, on avait eu recours à de petites émissions publiques successives. S'imagine-t-on, en effet, l'affolement qui se serait emparé des petits capitalistes qui, après avoir souscrit des obligations pour l'exécution de certains travaux, auraient vu surgir à plusieurs reprises de nouveaux appels de fonds pour le même objet ? On peut se demander, par exemple, quelles auraient été les conséquences, sur les cours de ces obligations des nombreuses émissions publiques qu'aurait dû faire la Compagnie de P. L. M. pour la construction du chemin de fer de la rive droite du Rhône qui présentait de si grandes difficultés, en Camargue surtout.

Mais, dire que les ventes aux guichets sont exemptes de tous les inconvénients qui résultent de tout appel de fonds, du fait même qu'il y a appel de fonds, est évidemment contraire au bon sens. Ces inconvénients, dans ce mode d'émission, paraissent être réduits au minimum. C'est encore là un résultat

remarquable qui doit figurer en première ligne parmi les avantages exceptionnels que présente ce procédé d'emprunt.

*Attaques dirigées contre les compagnies
de chemins de fer.*

« Ce fléchissement (celui des valeurs de chemins de fer) s'est produit pour ainsi dire sans autres causes que le malaise résultant de l'agitation menée autour des compagnies et la succession des charges nouvelles qui ont réduit graduellement leur horizon financier. Le jour où il apparaîtrait que les compagnies seraient écrasées par une telle accumulation de surcharges que leurs titres ne pourraient plus réserver que des déboires, la déchéance de ceux-ci serait prompte et elle pourrait être définitive. » Ce passage, tiré d'un remarquable article de *la Revue politique et parlementaire* (1) est le fidèle reflet des craintes très sérieuses qu'un ensemble de faits, de projets et de mesures firent naître sur l'avenir des compagnies de chemins de fer et la sécurité de leurs emprunts. Il ne faut pas voir là l'unique cause de la dépréciation des actions et obligations constatée

1. *Quelques réflexions à propos des revendications des agents des chemins de fer français*, par X..., décembre 1910, p. 409. Tous les économistes financiers ont émis la même opinion et ont eu les mêmes craintes. M. A. Raffalovich disait, dans son *Marché financier* de 1910 (*Journal des Economistes*, 1911, p. 37) : « Les valeurs de chemins de fer français ont été considérées parmi les plus sûres du monde. Cela ne les met pas à l'abri de la baisse.

entre 1906 et 1912 ; mais, particulièrement en 1908, 1909 et 1910, ce motif de baisse contribua sans aucun doute, pour la plus grande part, à la régression des cours constatée à cette époque. Il suffit de rappeler tous les faits auxquels nous venons de faire allusion pour montrer que les conséquences que nous leur attribuons, d'accord avec la plupart des auteurs, ne sont pas exagérées.

Loi Rabier du 17 mars 1905. — La loi du 17 mars 1905 a modifié l'article 103 du Code de commerce sur la responsabilité des entrepreneurs de transport dans un sens défavorable à ceux-ci.

Les compagnies avaient l'habitude, en effet, pour certains transports à tarifs réduits, d'insérer dans les contrats une clause les exonérant d'indemnités en cas de détérioration ou de perte des objets transportés. Un nouveau paragraphe ajouté à l'article 103 du Code de commerce par la loi susvisée, déclare nulle, de plein droit, toute clause semblable (1).

En 1910, les actions de l'Est ont baissé de 56 francs, du P.-L.-M. de 105, du Midi de 74, du Nord de 155, de l'Orléans de 125. C'est la conséquence des attaques incessantes des adversaires des compagnies.

La politique suivie depuis quelques années à l'égard des compagnies de chemins de fer, est en contradiction avec toutes les notions juridiques. On les traite comme si elles n'avaient aucun droit; elles sont livrées à toutes les fantaisies du Parlement, taillables et corvéables à merci; qu'on y prenne garde, c'est toute une branche de la fortune nationale qu'on détruit à plaisir.

1. Voici le texte modifié de l'article 103 du Code de commerce : « Le voiturier est garant de la perte des objets à transporter, hors les cas de force majeure.

Cette disposition légale, que nous n'avons pas à juger en elle-même, eut pour effet d'accroître dans de très fortes proportions le chiffre des indemnités.

Ce chiffre qui s'élevait en moyenne pour la période décennale de 1895 à 1904 à 10.964.000 francs par an et qui était descendu en 1905 à 9.652.000 francs, s'éleva ainsi les années suivantes :

1906.....	13.771.304 fr.
1907.....	24.592.065
1908.....	27.518.992

La loi Rabier eut donc pour effet, en définitive, d'augmenter d'une quinzaine de millions par an les charges des compagnies.

Augmentation des salaires du personnel. — En même temps que leurs dépenses augmentaient par suite de la loi Rabier, les Compagnies de chemins de fer se virent menacées d'un accroissement formidable de leurs charges par suite d'augmentation des salaires du personnel. Les Compagnies durent d'ailleurs céder finalement en grande partie et leur situation financière en fut et en sera longtemps encore très affectée.

N'insistons pas tout d'abord sur l'effet de la loi du 9 avril 1898 sur les accidents du travail et de nombreux arrêtés (1) réglementant les conditions et la

» Il est garant des avaries autres que celles qui proviennent du vice propre de la chose ou de la force majeure.

» Toute clause contraire, insérée dans toute lettre de voiture, tarif ou autre pièce, est nulle » (Loi du 17 mars 1905).

1. Arrêtés des 3, 4 et 23 novembre 1899, du 10 octobre 1901 et du 9 mai 1906.

durée du travail parce que ces mesures sont antérieures à la période que nous envisageons. Elles ont d'ailleurs nécessité plus de 15 millions de dépenses par an (1). Cette charge n'est pas évidemment hors de proportion avec les ressources des Compagnies si on l'envisage en elle-même, mais il faut en tenir compte pour l'ajouter à toutes celles dont nous allons parler.

La loi du 13 juillet 1906 sur le repos hebdomadaire, qui fut appliquée aux employés de chemins de fer de façon à assurer au personnel cinquante-deux jours de congé par an, accrut encore les charges des Compagnies de 26 millions par an. Les agents payés au mois ne subirent en effet aucune réduction d'appointements pour compenser la diminution de travail prescrite par la loi. Pour les agents à la journée, les Compagnies, sans payer directement les jours de repos, ont majoré les salaires de façon à leur assurer en fin de compte le même traitement.

En troisième lieu, se place la question des retraites.

La loi du 21 juillet 1909 modifia complètement le régime antérieur des retraites des agents de chemins de fer. Elle leur accorda une pension égale à la moitié de leur traitement au bout de vingt-cinq ans de services, sans distinction, et cinquante, cinquante-cinq ou soixante ans d'âge, suivant le genre d'emploi occupé. Mais cette législation ne pouvait être avantageuse pour le personnel sans constituer une charge

1. Non compris celles résultant de l'application de la nouvelle loi sur les accidents du travail.

nouvelle pour les Compagnies. En effet, en face de la retenue de 5 o/o faite pour la constitution de la retraite sur le salaire des agents, on calcule que les Compagnies doivent opérer dans le même but un versement de 20 o/o sur le même salaire, constituant une augmentation de 40 o/o sur les charges antérieures. L'accroissement de dépense correspondant se chiffre d'après les uns (1) par 27 millions par an, d'après les autres (2) par 30 millions.

Enfin des relèvements progressifs et considérables de salaires qui se montèrent à 30 millions pour les années 1909 et 1910 furent accordés par les Compagnies. Le minimum de salaire de 5 francs par jour pour la région parisienne, qui existait déjà d'ailleurs sur le réseau du Nord, fut promis à partir du 1^{er} janvier 1911 par toutes les Compagnies.

Mais toutes ces améliorations ne suffirent pas à satisfaire le personnel, et l'on put craindre un moment, comme nous le verrons en parlant de la grève des cheminots, de voir les compagnies forcées de consentir des sacrifices encore plus lourds.

Or, les ressources de nos grandes entreprises de transport ne sont pas extensibles à volonté. Les recettes des cinq grandes compagnies s'élevaient, en 1909, à 1.455.922.288 francs, et les dépenses d'exploitation à 803.069.230 francs. Le bénéfice brut

1. Rapport de M. Argeliès sur le budget des chemins de fer, voir *Journal des Économistes* de février 1910, p. 238 et suiv.

2. V. *Revue politique et parlementaire*, décembre 1910, article déjà cité.

était donc de 650 millions environ. Mais il a fallu déduire de ce bénéfice les charges financières comprenant l'intérêt et l'amortissement des actions et obligations. Ces charges étant de 542 millions et demi, il est resté disponible 110 millions de francs seulement, alors que le dividende minimum garanti exige 87.902.000 francs.

On voit combien la marge laissée à l'accroissement des dépenses est faible. On objectera que l'État interviendrait pour combler la différence par suite de la garantie d'intérêts. C'est exact, mais seulement jusqu'au 31 décembre 1914. A partir du 31 décembre 1914, le Nord et le P.-L.-M. n'ont plus à compter sur l'assistance de l'État, et, au 31 décembre 1935, l'Est se trouve dans la même situation. En ce qui concerne l'Orléans et le Midi, la garantie existe jusqu'à la fin de la concession ; c'est du moins ce que tout le monde admet aujourd'hui. Mais ce n'était pas, à l'époque où nous nous plaçons, l'opinion du gouvernement, et l'on pouvait redouter à juste titre que la garantie d'intérêts manquât aussi aux Compagnies d'Orléans et du Midi dès le 31 décembre 1914 (1).

Or ces éventualités, jointes aux menaces d'accroissement des dépenses du personnel, faisaient présager la réduction, la suppression même des dividendes et sans doute, si la plus grande partie des revendica-

1. Voir *infra*, p. 129 et suiv.

tions ouvrières était accordée, l'impossibilité d'assurer le service des obligations.

On conçoit combien tous ces accroissements de charges, réalisés ou à prévoir, pouvaient causer d'alarmes aux capitalistes, aux petits porteurs d'obligations. Ces alarmes paraissaient d'autant plus justifiées que les travailleurs des chemins de fer se montrèrent un moment décidés à obtenir gain de cause par tous les moyens et que certains ministres des Travaux publics furent parfois les ardents adversaires des compagnies.

La grève des cheminots. — Le 10 octobre 1910, à la suite d'une assez longue période d'agitation et de grèves partielles, la grève générale de tous les services du réseau du Nord est décidée. Elle est étendue le lendemain 11 octobre à tous les réseaux.

Il est inutile de rappeler tous les détails de cette grève qui prit dès le début un caractère nettement révolutionnaire et même insurrectionnel. Elle fut heureusement de très courte durée grâce à l'énergie du chef du gouvernement de l'époque, M. Briand, qui ordonna la mobilisation des réseaux.

Mais il faut insister sur les craintes que fit naître ce mouvement gréviste dans l'esprit des petits capitalistes porteurs des obligations de chemins de fer.

Il y eut certainement chez ces gens un étonnement douloureux, une désillusion cruelle en constatant que l'exploitation si importante, si active, si

précise dans ses résultats, n'était, pas plus que les autres exploitations industrielles, à l'abri des aléas, et quels aléas ! Les travaux gigantesques construits pour assurer les transports faciles, rapides, à bon compte, d'un bout du pays à l'autre, sont menacés de destruction par ceux-là même qui sont chargés d'en assurer la conservation, l'utilisation. Comment l'intérêt et l'amortissement du capital actions et obligations pourront-ils être payés si l'anarchie continue à régner sur les réseaux, tarissant les recettes et menaçant même les immeubles, le matériel ?

Mais, en dehors de ces craintes que la situation justifiait, on pouvait redouter presque autant le surcroît de charges qu'auraient dû supporter les Compagnies si les grévistes avaient obtenu gain de cause dans une large mesure.

Voici en effet quelles étaient leurs principales revendications.

1^o Augmentation générale des salaires avec minimum annuel de 1850 francs pour les manœuvres et emplois similaires ;

2^o Effet rétroactif de la loi des retraites du 11 juillet 1909 ;

3^o Réglementation nouvelle du travail.

Or, sait-on le prix de ces réformes ?

L'auteur anonyme de l'article déjà cité de *la Revue Politique et Parlementaire* nous l'apprend, se bornant d'ailleurs à reproduire les chiffres de M. Lafferre dans son rapport sur les conventions et garanties d'intérêts dans le budget de 1911. Ces chiffres sont :

Rétroactivité des retraites.....	30.000.000 fr.
Remaniement des arrêtés relatifs à la réglementation du travail.....	97.000.000
Relèvement des salaires à un minimum de 5 francs par jour.....	126.000.000
Ensemble.....	253.000.000 fr.

Or, cette dépense aurait exigé, chaque année, un prélèvement de 200 millions au compte de la garantie d'intérêts.

Mais cette garantie, elle-même, aurait-elle pu jouer pour des sommes aussi énormes ? N'aurait-il pas été à présumer que l'État aurait cherché par tous les moyens à se soustraire à cette charge ? On pouvait supposer qu'il en aurait sans doute été ainsi étant donné les difficultés qui avaient déjà surgi tant de fois entre les Ministres des Travaux publics et les Compagnies.

Mais, même si la garantie avait joué, elle ne pouvait couvrir le déficit jusqu'en fin de concession, sauf, ce qui était alors douteux, pour l'Orléans et le Midi.

Comment, alors, les Compagnies auraient-elles pu couvrir leurs charges financières ? Nous avons vu que la marge des bénéfices qui sert à assurer le paiement des dividendes n'est guère que de 100 millions. Il aurait donc fallu, après suppression des répartitions aux actions, entamer l'intérêt dû aux obligataires, manquer aux engagements pris envers tous les petits porteurs.

Or, ces petits porteurs, M. Neymark l'a démon-

tré (1) sont au nombre de plus de 2 millions. Ce sont des épargnants modestes qui ont travaillé des années pour se constituer sou à sou des économies. Celles-ci, déposées d'abord à la Caisse d'épargne, ont été employées peu à peu en valeurs de chemins de fer.

C'est là une clientèle sûre, fidèle, qui mérite toute la sollicitude des gouvernants. Elle doit être ménagée.

Or, cette clientèle paraît bien avoir pris peur à l'époque de la grève des cheminots. Il y a eu certainement des ventes et les demandes se sont restreintes aussi. L'examen des cours d'après notre tableau de la page 41 le montre. Au 30 juin 1910, avant la grève, les cours se maintenaient encore, la baisse ne s'était pour ainsi dire pas accentuée depuis plusieurs années. Mais la situation change au moment de l'alerte d'octobre 1910 et dans les années suivantes. La dépréciation devient de plus en plus forte, la crainte des capitalistes s'augmentant par suite de l'attitude hostile dont nous allons parler maintenant du Ministre des Travaux publics à l'égard des Compagnies.

Mesures prises ou projetées à l'égard des compagnies. — Nous avons déjà constaté que dans la période de 1897 à 1906 le rachat des chemins de fer, particulièrement de l'Ouest, avait été proposé et discuté à plusieurs reprises. La mesure fut prise, pour

1. Voir la remarquable série d'articles parus dans *le Rentier* à partir du 7 novembre 1910.

l'Ouest, en 1909. Elle n'a porté en fait aucun préjudice aux actionnaires et obligataires de cette compagnie, et elle ne devait donc pas logiquement provoquer une dépression des cours de toutes les valeurs de chemins de fer en général.

L'influence fâcheuse du rachat de l'Ouest n'est pourtant pas douteuse. Sans se rendre très bien compte de la portée de l'acte, les capitalistes ont noté les attaques très vives lancées par les partisans du rachat contre la gestion des compagnies. Ces attaques réitérées ont amené la défiance, une crainte instinctive et mal raisonnée à l'égard de tout ce qui touche aux entreprises de transport. Les compagnies n'étaient plus les associées de l'État, mais un organisme tout différent traité en ennemi. Pouvait-on, dans ces conditions, conserver la même confiance ?

Mais il y a pire que le rachat comme menace à l'égard des compagnies ; il y a d'autres projets beaucoup plus redoutables pour l'exécution de leurs services, pour leur solvabilité future. Nous faisons allusion au projet Augagneur, Ministre des Travaux publics, du 7 novembre 1911. Cette proposition de loi marque le point culminant de l'hostilité du gouvernement contre les compagnies. Elle est à citer presque intégralement car aucune autre mesure présentée ne pouvait être aussi grosse de conséquences graves pour les actionnaires et obligataires de nos grandes entreprises de transport.

ARTICLE PREMIER. — Seront soumises à la ratification du ministre des Travaux publics, par le président du conseil

d'administration de chacune des compagnies de chemins de fer d'intérêt général, les nominations :

a) Des directeurs, sous-directeurs ;

b) Des chefs de service de l'exploitation, de la traction, du matériel, de la voie.

Il en sera de même pour les agents chargés par intérim des mêmes fonctions pour une durée supérieure à trois mois.

Les nominations seront faites pour une durée de six années et renouvelables.

ART. 2. — Toutes modifications de l'organisation administrative des réseaux, tous changements dans les attributions des agents désignés à l'article premier seront soumis à la ratification du ministre des Travaux publics.

ART. 3. — Si dans un délai de trois mois, à dater de la promulgation de la présente loi, ou à dater d'une vacance d'un des emplois désignés à l'article 1^{er}, le ministre n'a pu ratifier les propositions des compagnies, il procédera d'office aux nominations.

Il en sera de même si la ratification des propositions des compagnies n'avait pu être faite dans les trois mois précédant le terme normal des fonctions des agents désignés à l'article 1^{er}.

ART. 4. — Dans un délai de six mois, à dater de la promulgation de la présente loi, les compagnies présenteront à l'homologation du ministre des Travaux publics :

1^o Les règlements fixant l'organisation administrative de chaque réseau ;

2^o Les règlements fixant le recrutement et l'avancement, ainsi que l'échelle du traitement de leurs agents ;

3^o Les règlements constituant l'établissement et le fonctionnement des conseils de discipline et des commissions de réforme.

Toutes modifications aux règlements homologués devront faire l'objet d'une homologation nouvelle.

Dans le cas où l'homologation ci-dessus prévue n'est accordée que sous réserve de certaines modifications ou additions non acceptées par la compagnie, il sera statué par décret rendu sur avis conforme du Conseil d'État.

Les contraventions à la présente loi seront poursuivies et punies conformément aux dispositions du titre III de l'ordonnance du 15 novembre 1846.

On conçoit l'émotion qui s'empara des dirigeants des compagnies en prenant connaissance d'un pareil projet. Il ne tendait à rien moins qu'à enlever aux représentants des actionnaires la gestion de leur patrimoine. Les compagnies auraient continué à avoir la responsabilité pécuniaire de leurs entreprises sans en avoir la direction. Il leur aurait été impossible, dans ces conditions, d'assumer plus longtemps la charge d'administrer les réseaux. Tout cela, les présidents des conseils d'administration des compagnies le firent ressortir avec vigueur dans une lettre au ministre du 10 novembre 1911. Cette lettre est trop longue pour que nous la citions, mais les arguments des compagnies se trouvent fidèlement reproduits dans le rapport du conseil d'administration de la Compagnie des chemins de fer d'Orléans à l'assemblée des actionnaires du 29 mars 1912. Voici un extrait de ce rapport :

« Ce projet (le projet Augagneur) a soulevé de notre part les plus graves objections, non seulement parce qu'il méconnaît vos droits contractuels, mais encore parce que sa réalisation serait une cause d'incohérence et de désordre.

» Responsable de la direction de vos services, notre Compagnie ne serait plus maîtresse du choix des hommes qui les dirigent.

» Responsable de l'exécution des transports, il ne

lui appartiendrait plus de fixer les règles de recrutement, d'avancement, de discipline applicables au personnel qu'elle y emploie.

» Dans les négociations journalières entre l'État et la Compagnie, la défense de vos intérêts pourrait incomber à un directeur à qui vous auriez refusé votre confiance. Et l'on verrait cette chose extraordinaire : des négociations dans lesquelles le représentant de l'une des deux parties aurait été désigné par l'autre.

» D'autre part, ce ne sont pas seulement vos droits et vos intérêts qui seraient mis en péril, c'est aussi la régularité et la sécurité de l'exploitation du réseau, parce que la régularité et la sécurité ne sont pas conciliables avec la désorganisation.

» En somme, dépossédée du droit de nommer le personnel dirigeant, de régler le recrutement, les traitements, les salaires et les conditions dans lesquelles les agents sont récompensés de leurs mérites ou punis de leurs défaillances, cessant d'être maîtresse d'éléments essentiels de ses prix de revient sans être maîtresse de ses tarifs, perdant la liberté de fixer sa propre organisation intérieure, la compagnie se trouverait dans l'impossibilité d'assumer plus longtemps le service public que l'État lui a confié. »

Il faut citer encore, parmi les mesures d'hostilité contre les compagnies, la contestation de la durée de la garantie d'intérêts pour l'Orléans et le Midi.

La durée de cette garantie était formellement ins-

crite dans les conventions de 1883 pour l'Ouest, l'Est, le Nord et le P.-L.-M. Elle devait se terminer pour l'Ouest en même temps que la concession elle-même, pour l'Est le 31 décembre 1935, pour les deux autres réseaux le 31 décembre 1914.

Or, le Ministre des Travaux publics soutint qu'en l'absence d'un texte formel, la garantie pour l'Orléans et le Midi devait prendre fin le 31 décembre 1914 comme pour le Nord et le P.-L.-M. Les deux compagnies estimaient au contraire que la garantie leur était due pour toute la durée de leur concession.

La question fut soulevée la première fois en 1894. Le 15 juin 1894, M. Barthou, alors ministre des Travaux publics, voulut obliger les compagnies d'Orléans et du Midi à inscrire sur leurs titres la mention que la garantie prenait fin le 31 décembre 1914. Les compagnies introduisirent un pourvoi devant le Conseil d'État et celui-ci, par deux arrêts du 12 janvier 1895, cassa l'arrêté du ministre.

Ces arrêts, rendus l'un sur la requête du Midi, l'autre sur celle de l'Orléans, sont identiques en la forme. Ils adoptent tous les deux le point de vue des compagnies, ainsi qu'en témoignent les motifs suivants :

Considérant... que les règles relatives au partage des bénéfices étaient incontestablement applicables, le cas échéant, jusqu'à la fin de la concession, il en est de même en ce qui concerne la garantie;

.
Considérant que, dans ces circonstances, il y a lieu de

reconnaître que la garantie a, pour la Compagnie du Midi, une durée égale à celle de la concession...

Malgré cette décision formelle, l'opinion du Ministre des Travaux publics ne fut pas modifiée. En 1910, répondant à une lettre d'un député, le Ministre déclara qu'il considérait la garantie des compagnies comme expirant dès 1914. A son point de vue, les arrêts de 1895 n'avaient pas tranché la question, parce que la mention relative à la durée de la garantie se trouvait inscrite dans l'exposé des motifs et non dans le dispositif.

Les compagnies s'émurent alors et demandèrent au Ministre de mentionner sur leurs obligations que la garantie de l'État durerait jusqu'en fin de concession. Elle déférèrent à nouveau au Conseil d'État le refus qui leur fut opposé, et la question fut de nouveau tranchée en leur faveur par arrêt du 26 juillet 1912.

Le litige est maintenant définitivement clos, le Ministre s'étant incliné devant la double décision de la plus haute juridiction administrative.

Mais pendant toute la durée de la contestation, particulièrement entre 1910 et 1912, l'incertitude qui régna sur la durée de la garantie d'intérêts fut très défavorable à la bonne tenue des cours des actions et des obligations. Quelques années auparavant, en effet, on aurait pu envisager la fin de la garantie sans crainte. Le Midi semblait sur le point de cesser d'y avoir recours et l'Orléans n'y avait pas fait appel, à la fin de 1909, depuis douze ans. Il avait même pen-

dant cette période, remboursé au Trésor près de 40 millions. Mais, à partir de 1909, l'augmentation des salaires du personnel, l'application de la nouvelle loi de retraite firent sentir leur répercussion sur les dépenses. Le Midi dut demander à nouveau de fortes avances à l'État et l'Orléans dut demander en 1911, 14. 613. 533 fr. 71 ; en 1912, 9. 213. 326 fr. 75. On comprend combien, dans ces conditions, l'échéance de 1914 aurait été redoutable pour les actionnaires et même les obligataires !

Faut-il s'étonner, quand on passe en revue, comme nous venons de le faire, toutes les attaques qui ont été dirigées contre les compagnies, quand on songe à toutes les mesures prises ou projetées par elles, quand on fait le compte des dépenses nouvelles qu'elles doivent supporter pour le personnel et de celles qu'elles ont failli être contraintes de faire sans les échelonner, sans prendre aucun délai, faut-il s'étonner que leurs titres aient subi la baisse si importante que nous avons constatée ? Certainement, ce n'est pas là la seule cause de la dépréciation des obligations, certainement ces valeurs devaient payer leur tribut à la baisse qui a atteint toutes les valeurs à revenu fixe et à faible rendement, mais si le marché n'avait pas été influencé en outre par des causes de baisse spéciale à la valeur, on n'aurait pas eu à constater une perte aussi grande.

Les obligations foncières et communales du Crédit Foncier de France n'ont-elles pas maintenu leurs cours jusqu'à la fin de 1911 ? Le marché de ces titres

est pourtant bien plus étroit que celui des obligations de chemins de fer et de la rente. Il subit donc l'influence des cours de ces deux catégories de valeurs qui font partie du même groupe. On peut donc avoir la certitude que les obligations de chemins de fer auraient résisté encore beaucoup mieux, puisqu'elles imposent leur cours à la rente elle-même, si elles n'avaient pas contenu en elles-mêmes des motifs particuliers de dépréciation.

Fort heureusement, ces causes particulières de baisse n'ont pas persisté, comme nous allons le voir en étudiant la nouvelle période qui a commencé au début de 1912 et qui se continue à l'époque où nous écrivons ces lignes (1).

1. Octobre 1913.

TROISIÈME PARTIE

PÉRIODE COMMENÇANT EN 1912

A une époque que l'on peut situer à la fin de 1911 ou au début de 1912, bien avant, par conséquent, l'arrêt du Conseil d'État sur la durée de la garantie d'intérêts, le public commença à rendre sa confiance aux valeurs de chemins de fer.

Toutes les entraves mises au libre développement des compagnies semblaient en effet avoir disparu peu à peu.

Après la grève de 1910 et la période de sabotages qui suivit, tout insensiblement rentra dans l'ordre. Les employés ayant satisfaction sur certains points, dans la mesure du possible, redevinrent ce qu'ils étaient autrefois, avant d'avoir été entraînés par quelques meneurs, des agents disciplinés et soucieux de remplir leurs devoirs avec conscience.

D'autre part, les pouvoirs publics, en présence de la baisse continue des obligations qui entraînait celle de la rente, semblaient être revenus à de meilleurs sentiments à l'égard des compagnies. Il est, certes, tout à fait légitime de faire bénéficier autant

que possible l'État de l'exploitation des chemins de fer, mais il ne faut pas seulement pour arriver à ce but s'efforcer uniquement de « faire capituler les compagnies ». M. Loubet l'a dit (1) : « Il ne faut pas s'habituer, comme on l'a trop fait, à considérer les compagnies comme l'ennemi, mais à les traiter en associées de l'État, ce qu'elles sont, ou en fermières du domaine de l'État, ce qu'elles sont plus exactement encore... ». Ces sages paroles de l'éminent chef de l'État, les gouvernants paraissent en avoir fait leur règle de conduite aujourd'hui et rien n'est plus capable de rendre confiance à la multitude des petits porteurs d'obligations qui s'étaient toujours accoutumés à considérer ces excellentes valeurs comme de véritables valeurs de l'État, ce qui est, d'ailleurs, à peu près exact.

Seuls maintenant, les titres du Nord et du P.-L.-M. sont sur le point de prendre un caractère différent.

Mais les excellents résultats obtenus pendant ces derniers exercices sur ces réseaux permettent d'envisager sans aucune crainte l'échéance de 1914.

Pour le réseau du Nord, le dividende garanti est de 20 millions, soit, avec l'intérêt, 54 fr. 10 par action. Or, le bénéfice net total de l'exercice 1912 a été supérieur à 26 millions pour le réseau français (il avait, il est vrai, dépassé 36 millions en 1906) et s'est élevé à près de 9 millions et demi pour le

1. Paroles prononcées devant la Commission sénatoriale des Finances et citées par M. Neymarek dans *le Rentier*.

réscau Nord-Belge. Le dividende distribué a été de 74 francs par action, en progression de 2 francs sur l'année précédente. La suppression de la garantie d'intérêts ne présente donc aucune importance pour les actionnaires. Quant aux obligataires, leur sécurité reste absolue puisque, au delà des capitaux nécessaires pour assurer leur service, le produit net constitue pour elles un « matelas » de 35 millions et demi.

En ce qui concerne le P.-L.-M., la situation n'est pas tout à fait aussi bonne tout en étant pourtant très satisfaisante. Pour l'exercice 1912, les recettes brutes ont été supérieures à 588 millions et les recettes nettes à 255 millions 1/2. Après défalcation des charges financières supérieures à 200 millions, il est resté un bénéfice net de 53.733.000 francs. Ce bénéfice avait été, en 1913, de 50.330.000 francs, en 1906, de 68.430.000 francs.

D'autre part, le dividende garanti est de 55 francs par action correspondant à un bénéfice net de 44 millions, et le partage des bénéfices commence au-dessus de 54 millions.

Le profit était donc supérieur de près de 10 millions au chiffre au-dessous duquel la garantie aurait joué. Il est vrai qu'il faut tenir compte, pour les exercices futurs, du surcroît de charges nécessité par l'élévation des salaires du personnel, son accroissement normal et l'augmentation des charges financières. Le président de la Compagnie a évalué ces dépenses nouvelles à 9 millions. Pour les cou-

éviter sans diminuer les bénéfices nets, il faudrait un supplément de recettes brutes de 20 millions environ. Or, il est tout à fait probable que le développement du trafic assurera un supplément de recettes ayant au moins cette importance.

Le public a tout lieu de se montrer pleinement rassuré pour l'exécution des engagements pris par les compagnies de chemins de fer. La comparaison des cours des obligations et ceux de la rente depuis ces deux dernières années montre d'ailleurs qu'il a su se rendre pleinement compte de la situation. Aux époques critiques de ces derniers temps, les obligations ont beaucoup mieux résisté que la rente et la parité devient moins favorable pour notre fonds national.

Voici, du reste, un tableau des fluctuations de cette période :

DÉSIGNATION DES VALEURS	COURS DES					
	2 janv. 1912	30 juin 1912	2 janv. 1912	30 juin 1913	1 ^{er} oct. 1913	Observations
Est 3 o/o nouv.	416,50	421	413	402	410	1. Les premières émissions d'obligations Etat et Est 4 0/0 ont eu lieu dans la période envisagée.
Est 4 o/o (1)	»	»	»	»	510	
Lyon 3 o/o fus. nouv. .	415,50	414	411	395	410	
Midi 3 o/o nouv.	418	413	414	398	417	
Orléans 3 o/o nouv. . .	415	434	416	397	411	
Ouest 3 o/o nouv. . . .	421	418	415	397	416	
Nord 3 o/o nouv.	419	426	415	407	419	
Etat 4 o/o (1)	»	507	»	515	505	
Moy. des oblig. 3 o/o .	417	417	414	399	414	
Rente 3 o/o	94,50	92,67	89,30	83,57	88	
Rente 3 o/o amortiss. .	»	95,50	93	89	91,50	

On remarque que les cours des obligations sont à peu près inchangés depuis le 30 juin 1912, tandis que la rente a baissé pendant la même période de 4 fr. 50. La très légère dépréciation subie — abstraction faite des cours de panique de juin 1913 — provient donc de causes étrangères à la valeur.

Ces causes, il faut les chercher tout d'abord dans la continuation de la baisse des valeurs de premier ordre à revenu fixe. Notre tableau de la première page fait ressortir combien cette baisse s'est accentuée depuis l'an dernier. Nous ne reviendrons pas sur les motifs d'ordre économique de cette baisse, que nous avons déjà exposés dans notre première et notre seconde partie. D'ailleurs leur importance a été dépassée, et de beaucoup, par les causes de dépréciation d'ordre politique.

Les fonds d'État de second ordre ont en effet perdu plus de points que les fonds de premier ordre; ce n'est donc pas la faveur dont auraient joui les premiers qui aurait porté atteinte aux seconds.

D'autre part, les valeurs industrielles, bancaires, de mines, etc., ont plutôt baissé dans leur ensemble, exception faite des valeurs d'électricité. La cote de quelques valeurs le fait facilement ressortir :

	Cours du 30 juin 1912	Cours du 1 ^{er} octobre 1913
Aciéries de France.....	1.160	930
Métaux.....	846	820

Forges et Aciéries de la		
marine.....	1.855	1 900
Rio-Tinto.....	2.028	1.990
Anzin.....	8.550	8.650
Courrières.....	4.700	5.270
Parisiennede distribution		
électrique.....	580	670
Société d'électricité de		
Paris.....	670	810
Banque de Paris et des		
Pays-Bas	1.820	1.750
Crédit Lyonnais.....	1.512	1.690
Société Générale.....	820	827

Par contre, les événements politiques ont pesé d'un poids considérable sur l'état du marché. La guerre italo-turque d'abord, les guerres balkaniques ensuite sont des faits trop récents pour qu'il soit besoin de les rappeler par le détail. Depuis le début de 1912, la Bourse a été hésitante d'abord, puis de plus en plus mauvaise à partir d'octobre. Les craintes de guerre générale n'ont cessé jusqu'à ces derniers temps d'influencer le marché, de raréfier les affaires, de provoquer la mobilisation de l'argent liquide par les particuliers.

La rente française a été particulièrement touchée, beaucoup plus par exemple que les Consolidés Anglais qui perdirent à peine 4 points entre les 30 juin 1912 et 1913, tandis que notre fonds national rétrogradait de plus de 9 pendant la même période. A quelles raisons attribuer cette défaillance exceptionnelle qui a pesé, dans la mesure que nous avons déjà vue, sur

les cours des obligations de chemins de fer ? A deux principales, croyons-nous : à l'émission d'obligations du chemin de fer de l'État d'un type 4 o/o, et à la diminution des achats de la clientèle obligataire.

*Émission d'obligations 4 o/o du
chemin de fer de l'État*

Les dépenses nécessitées par la réfection de l'ancien réseau de l'Ouest avaient rendu, par leur importance, un emprunt indispensable. Cet emprunt fut autorisé par les Chambres jusqu'à concurrence de 400 millions environ (1). Par suite de la baisse continue de la rente et des obligations de chemins de fer, l'établissement du type et des modalités de cet emprunt n'était pas chose facile. Il fallait que l'émission fut aussi avantageuse que possible pour l'État, tout en ayant la faveur des capitalistes. Or, malgré le remarquable crédit de la France, ces derniers n'étaient pas disposés, comme ils l'eussent été quinze ans plus tôt, à se jeter les yeux fermés sur n'importe quel titre qui leur aurait été offert. Il ne suffisait pas d'émettre un type de titre déjà existant à un prix un peu inférieur au cours coté. Les porteurs avaient déjà été trop éprouvés par la baisse pour ne pas la redouter encore.

1. L'émission du 23 mars 1912 ne comprit qu'une première tranche de 300 millions.

Émettre du 3 o/o perpétuel n'aurait évidemment pas été d'une bonne politique financière. Il était utile de bien établir la distinction entre les emprunts servant à couvrir des dépenses d'État (3 o/o perpétuel) et ceux émis pour la gestion d'une entreprise purement industrielle administrée par l'État. D'autre part, l'expérience récente a démontré qu'il est bien préférable, en France du moins, d'inscrire l'amortissement dans le contrat d'emprunt de façon à obliger l'État à amortir, plutôt que de rembourser avec les seuls excédents budgétaires. Le 3 o/o amortissable, disait M. Léon Say, « a l'avantage d'être une forme d'emprunt qui oblige le Parlement à dire qu'il ne veut pas amortir quand il ne le veut pas (1) ».

Emprunter en 3 o/o amortissable ne faisait pas disparaître la première objection. De plus, le marché de cette valeur, qui se trouve en grande partie entre les mains de la Caisse des dépôts et consignations, n'est pas suffisamment étendu pour permettre un classement satisfaisant d'un emprunt peu élevé.

Le ministre pouvait encore placer des obligations 3 o/o du type des obligations de chemins de fer. En procédant ainsi, il assimilait complètement le nouvel emprunt aux emprunts faits pour le même objet par les Compagnies. Mais il n'aurait pu espérer placer la si grosse quantité de titres à émettre par ses propres

1. Léon Say : discours au Sénat, 21 décembre 1882.

guichets de gares. Il devait avoir recours à une émission publique. Or cette émission aurait été faite à un prix désavantageux, forcément inférieur au cours de l'obligation de chemins de fer la moins chère, jouissant, elle aussi, de la garantie de l'État par l'effet de la garantie d'intérêts.

Devant toutes ces objections à l'émission des types dont nous venons de parler, M. Klotz, sur le conseil de financiers notoires, particulièrement de M. A. Neymarck, se résolut à lancer un emprunt en obligations 4 o/o émises au pair et amortissables en cinquante ans. Les avantages de cette façon de procéder étaient évidents.

Le type d'obligation de chemins de fer était conservé : le nouveau titre se classait dans la rubrique des obligations de chemins de fer et non dans celle de la rente. L'amortissement était contractuel, donc obligatoire. Le service devait nécessiter une annuité un peu plus faible que celle d'une obligation 3 o/o. Le capital nominal de la dette était accru du montant minimum. On pouvait espérer qu'une hausse des valeurs à revenu fixe à faible rendement permettrait une conversion que l'État se réservait la faculté d'opérer.

Enfin, un autre avantage très important se trouvait dans la faveur dont les capitalistes, les petits surtout, ne pourraient manquer d'accueillir un type d'emprunt tenant compte de l'élévation du taux de l'intérêt. Un emprunt d'État en 4 o/o ! Quelle aubaine ! Depuis la guerre on n'avait pas vu pareille

chose. En réalité cet emprunt était moins avantageux qu'une émission en obligations 3 o/o, si l'on tient compte de la prime de remboursement. Mais les petits capitalistes ne tiennent pas grand compte de cette prime et lui préfèrent un intérêt immédiat plus élevé.

En fait, l'émission des obligations du chemin de fer de l'État eut un très-grand succès (1). Les nouveaux titres eurent immédiatement la faveur du public et leurs cours sont aujourd'hui sensiblement supérieurs au prix de vente primitif.

La réussite a donc été complète et le ministre ne peut que se féliciter d'avoir fait certainement l'opération la plus avantageuse qu'il était possible.

On ne peut vraiment adresser à l'émission de M. Klotz qu'un reproche, mais ce reproche est sérieux, c'est qu'elle a eu un trop grand succès.

Au lieu d'être placées peu à peu, au fur et à mesure des disponibilités, les obligations ont de suite été classées. Mais ce classement s'est fait au détriment des valeurs similaires et particulièrement de la rente qui, en tenant compte de l'impôt, ne rapportait pas plus que les diverses obligations de chemins de fer et ne bénéficiait pas, comme celle-ci, d'une prime de remboursement.

Bien plus, il semble que l'émission en un type de 4 o/o ait paru, aux yeux des capitalistes, des petits

1. On souscrivit pour 19.600.000 obligations alors qu'il n'en était émis que 600.000.

surtout, comme un aveu que la rente française ne rapportait pas l'intérêt qu'elle aurait dû fournir. Une baisse peut être un fait momentané et on peut penser que les capitalistes qui ne s'affolent pas reverront un jour leur cours d'achat. Mais un emprunt émis en acceptant franchement la baisse au point d'offrir un taux d'intérêt plus élevé d'un tiers, doit être considéré comme une preuve que la baisse est définitive et *ne fera que s'accroître*.

L'effet aurait été tout autre si l'émission avait été faite en 3 o/o, soit en perpétuel, soit en amortissable, soit en obligations. On ne modifiait aucun type précédent. Le prix d'émission aurait été désavantageux, mais personne n'y aurait pris garde. Tout au plus, certains auraient-ils plaint l'État d'être forcé d'emprunter dans un moment si défavorable. En tous cas, personne ne se serait aperçu que le crédit de l'État était en baisse, comme celui d'ailleurs des autres vieux pays d'Europe. N'est-ce pas en effet une diminution de crédit que d'être forcé d'emprunter à un taux plus élevé ? La raison de ce phénomène n'est pas dans une moins grande confiance en la solvabilité de l'État ; elle réside dans la défaveur générale pour les fonds d'État à faible rendement. Mais la baisse du crédit n'en existe pas moins, et l'avouer publiquement quand beaucoup n'y songeaient pas ou ne voulaient pas y croire n'était certes pas un moyen d'y apporter remède.

Donc, l'emprunt en 4 o/o a tellement réussi qu'il a fait baisser la rente 3 o/o en provoquant des réa-

lisations de cette valeur, tant pour acquérir des obligations du nouveau type que pour acheter des valeurs plus rémunératrices et paraissant, pour le public capitaliste, se rapporter mieux aux conditions économiques actuelles que notre fonds national.

M. Neymarck commettait donc une grave erreur quand il écrivait ces lignes avant l'émission (1) : « Comment supposer que les 300 millions d'obligations 4 o/o des chemins de fer de l'État pourront exercer une influence durable sur les cours de 25 milliards 620 millions des autres fonds d'État que nous venons d'énumérer (2) ? »

« Nous croyons, au contraire, que lorsque ces obligations 4 o/o auront été émises et qu'elles auront obtenu la faveur du public de l'épargne, cette faveur aura une répercussion favorable sur les rentes et sur les autres titres des compagnies de chemins de fer. Pour nous servir d'une expression que jadis M. Magne employait quand il parlait de la rente française et s'opposait à leur imposition, ces obligations deviendront un « remorqueur ». »

En réalité, le « remorqueur » a fait passer la rente du cours de 95 en fin janvier 1912 à celui de 92,50 à la fin de juin. La baisse a d'ailleurs continué par la suite. Mais qui peut se vanter de ne s'être jamais trompé en matière de prévisions financières ? Les

1. *Le Rentier* du 17 mars 1912.

2. Il s'agit de la rente, de l'amortissable et des fonds coloniaux.

plus éminents financiers ont commis des erreurs, et M. Neymarck n'en prend pas moins place au premier rang de ceux-ci.

M. Paul Leroy-Beaulieu est, comme nous, d'avis que l'émission d'obligations pour le chemin de fer de l'État a provoqué la baisse de la rente, mais il explique autrement l'influence fâcheuse de cet emprunt : « Une nouvelle cause du fléchissement des rentes françaises, dit-il (1), c'est le rachat du réseau des chemins de fer de l'Ouest.

» Voilà déjà longtemps que nous avons émis cette maxime qui dérive de l'expérience : la construction et l'exploitation des chemins de fer par l'État sont incompatibles avec un crédit de premier ordre. La raison en est, notamment, que cette construction et cette exploitation exigent des émissions continues de titres ; la signature de l'État apparaît ainsi, sous une forme ou sous une autre, d'une façon constante sur le marché ; elle est toujours offerte. En fait, il n'y a pas un État exploitant ses chemins de fer qui jouisse d'un crédit de tout premier ordre.

» L'État français s'est vu amené à émettre une première tranche de 300 millions en obligations 4 o/o amortissables, et l'on sait que d'autres suivront chaque année, pendant un certain temps du moins. On a beaucoup discuté sur le type de ces obligations : la question n'est pas là ; ce qui est grave, c'est que l'État français qui s'était presque abstenu, pendant

1, La crise des valeurs fondamentales, 2^e article, *Economiste Français* du 10 août 1912.

une vingtaine d'années, d'émettre des emprunts, se trouve maintenant amené, par suite du rachat du réseau de l'Ouest, à en émettre chaque année, quasi sans fin. »

Nous ne pensons pas, quant à nous, que le seul emprunt de 300 millions aurait pu, par le fait seul que l'État faisait cet appel de fonds, provoquer une baisse sensible de 25 milliards de rente. Certes, la situation sera toute différente dans quelques temps si de nouvelles émissions, même peu importantes, suivent chaque année sans arrêt. Le public pourra alors prendre peur et craindre que le nouveau réseau ne constitue un gouffre sans fond, funeste pour les finances publiques. Mais nous n'en sommes pas encore là. L'emprunt a eu un succès considérable qui ne révèle nullement l'indice qu'il aurait effrayé les capitalistes. Le choix malheureux du type a seul provoqué la baisse qui s'est manifestée après l'émission et qu'il paraît impossible d'attribuer à une autre cause.

Remarquons enfin que les effets fâcheux des emprunts à venir, pour les chemins de fer de l'État, pourraient sans doute être diminués dans une très large mesure si le gouvernement usait du même procédé d'émission que les compagnies. Si des obligations étaient vendues en permanence dans les gares du réseau de l'État, le public ne pourrait se rendre compte, pas plus que pour les compagnies, de l'importance des appels faits à l'épargne. Le public emploierait tout naturellement les fonds provenant

des obligations amorties à l'achat de titres nouveaux, de sorte qu'avant peu d'années les émissions ne feraient même plus baisser les cours pratiqués en bourse, puisque les amortissements seront bientôt aussi importants que les nouvelles offres, venant tant des compagnies que de l'État pour son réseau.

Diminution des achats de la clientèle obligatoire

La baisse de la rente, entre janvier et juillet 1912, ne fut certes pas provoquée par la diminution de la clientèle obligatoire, tout au moins par la réduction des achats de la Caisse des dépôts et consignations. Nous avons vu (1) que si, pendant les trois premiers mois de cette année 1912 les achats de cet établissement furent particulièrement faibles (4.832.763 fr. contre 53.508.009 francs l'année précédente), les capitaux employés les mois suivants furent très importants, supérieurs à ceux de 1911 (d'avril à septembre 74.249.666 fr. contre 57.870.377 fr.).

Par contre, les achats du début de 1913 furent très peu importants puisqu'ils ne s'élevèrent pas à plus de 12.637.077 francs pour les cinq premiers mois de l'année. Cette diminution dans la demande, jointe aux événements des Balkans fit baisser la rente dans les proportions que l'on sait. Nous ne faisons que signaler ici cette cause de baisse dont

1. p. 71.

nous avons déjà eu l'occasion de parler en traitant, dans son ensemble, la question de la clientèle obligatoire (1).

1. V. p. 71 et s.

QUATRIÈME PARTIE

CONSÉQUENCES DE LA BAISSE

Est-il nécessaire de s'efforcer d'enrayer la baisse des obligations de chemins de fer quand on en connaît les causes ? Cette question amène naturellement à étudier les conséquences de la baisse, à se rendre compte des maux qu'elle cause ou pourrait causer si elle persistait.

Les effets de la dépréciation des valeurs atteignent les emprunteurs d'une part, les porteurs de titres d'autre part. Examinons la question à ces deux points de vue.

§ 1. — CONSÉQUENCES DE LA BAISSE A L'ÉGARD DES EMPRUNTEURS

Situation des Compagnies de chemins de fer. —
Les conséquences de la baisse à l'égard des compagnies ressort immédiatement : la dépréciation de leurs titres les oblige à emprunter dans de plus mauvaises conditions. Ce serait une grave erreur

que de ne pas attacher une grande importance à ce fait.

Comme le fait remarquer X..., dans son remarquable article, déjà cité, de *la Revue politique et parlementaire*, si les compagnies avaient pu émettre au prix moyen de 480 francs, pratiqué en 1897, les 857.442 obligations vendues en 1909 à 433 francs, elles auraient réalisé une économie supérieure à 40 millions. A chaque baisse nouvelle de 10 francs correspond le prix d'émission suivant le cours coté, une perte annuelle de 8.500.000 francs. Si l'on ajoute à cela l'approche du terme des concessions qui oblige les compagnies à réduire de plus en plus la période d'amortissement, on conçoit combien les cours actuels pèsent lourdement sur la situation financière. Il ne faut pas oublier en effet, que tous, ou presque tous les emprunts des compagnies, seront complètement remboursés entre 1949 (Est 3 o/o anciennes) et 1959 (P.-L.-M. 3 o/o). Or, l'annuité nécessaire pour assurer le service de titres remboursables à si brève échéance représente bien près de 6 o/o du capital emprunté.

Nous avons vu, d'autre part, combien la marge de bénéfices nets qui existe après paiement des charges financières est faible : 110 millions à peine. Elle ne tarderait donc pas à être fortement entamée si les compagnies devaient faire encore de gros emprunts dans de mauvaises conditions.

Pour éviter de compromettre leur avenir, nos grandes entreprises de transport devraient donc soit

restreindre leurs appels au crédit, soit augmenter leurs tarifs. Dans les deux cas la vie économique du pays en souffrirait.

Restreindre les appels au crédit serait l'ajournement de dépenses indispensables. Il faut que l'outillage d'un pays soit à la hauteur de celui de ses voisins pour permettre à son commerce et à son industrie de soutenir la concurrence mondiale. Le jour où l'électrification des lignes, par exemple, sera réalisée par les autres nations, il faudra aussi que nos voies ferrées soient transformées de la même façon. Sans envisager une telle amélioration, encore lointaine, il est utile que les gares soient plus vastes et mieux aménagées, que la vitesse des trains, surtout pour les marchandises, soit accélérée, que des aménagements de plus en plus perfectionnés soient mis à la disposition du public, pour la bonne conservation des marchandises transportées.

Mais, même sans améliorer aucunement les conditions de transport, il faut encore entretenir le matériel, maintenir les voies en bon état, pourvoir à l'accroissement du trafic. Se borner à cela est évidemment insuffisant et pourtant les dépenses de cette gestion incomplète sont encore très importantes. Une Compagnie obérée ne pourrait évidemment y faire face : qui ne se rappelle les conditions d'exploitation déplorables de la Compagnie de l'Ouest ?

On sait combien cette mauvaise exploitation a causé de tort aux populations desservies par le réseau. On sait combien les agriculteurs normands ont

éprouvé de pertes par suite des transports défectueux des marchandises, on sait combien les habitants de la banlieue ouest de Paris ont souffert de l'irrégularité du service des trains, la plupart des personnes qui résidaient dans la région tout en ayant leurs occupations dans la grande ville ont quitté le pays. S'imagine-t-on les désastres que causerait le retour d'un état de choses semblable pour toute la France ?

L'augmentation des tarifs serait évidemment une solution moins mauvaise quoiqu'elle puisse être également très préjudiciable pour le commerce et l'industrie. Ces tarifs ne sont pas d'ailleurs, quoiqu'on en ait dit, très élevés. En vingt ans, le tarif moyen des voyageurs pour les réseaux d'intérêt général est passé de 4 cent. 1/2 à 3 cent. 1/2 ; celui des marchandises est de 4 cent. 3 contre 5 cent. 8. Le tarif moyen des marchandises sur le réseau du Nord est même descendu à 3 cent. 6, ce qui constitue un record de bon marché. Mais le gouvernement permettrait-il une augmentation des tarifs ? C'est tout à fait peu probable, d'autant plus que tous les clients des Compagnies ne manqueraient pas de protester vigoureusement.

Il est bien entendu que les craintes que nous venons d'exprimer visent seulement les Compagnies — Nord et P. L. M. en 1915, Est en 1936 — qui ne pourraient avoir recours à la garantie d'intérêts. Pour les autres, la situation actuelle serait moins défavorable puisque le dividende réservé des actionnaires et le service des obligations serait assuré par l'État,

mais ces Compagnies, comme l'Ouest autrefois, n'auraient aucun intérêt à la bonne gestion de leur réseau puisque le remboursement de la garantie absorberait et au delà tout l'actif partageable en fin de concessions.

Nous ne voulons certes pas dire, répétons-le, que la baisse continue des obligations produirait, à elle seule, les résultats que nous venons d'exposer, mais elle y contribuerait certainement et dans une mesure d'autant plus grande qu'elle s'accentuerait davantage.

Situation de l'État. — La baisse des obligations de chemins de fer français atteint l'État de trois façons différentes :

1° Par la répercussion, résultant de l'exécution des conventions de 1883, que présentent, pour les finances de l'État, les pertes que subissent les Compagnies du fait de la baisse ;

2° Par les dépenses supplémentaires que nécessitent les emprunts faits par l'État pour l'amélioration de son propre réseau ;

3° Enfin par la dépréciation de la rente.

Tout d'abord, les gouvernants ne doivent pas oublier que toute baisse importante des obligations de chemins de fer a sa répercussion sur les finances de l'État. Comme nous venons de le faire remarquer, les Compagnies forcées, par la baisse de leurs titres d'emprunter dans de plus mauvaises conditions, subissent de ce chef un surcroît de charges très important. Or, l'Orléans, le Midi et l'Est pourront

dont la disparition causerait des désastres dont il est impossible d'envisager l'étendue.

Examinons maintenant la répercussion de la baisse sur les innombrables petits porteurs d'obligations, les 2 millions et demi de « chemineaux de l'épargne », comme les appelle si pittoresquement M. Neymarck. Quel peut être leur état d'âme en présence des pertes énormes qu'ils ont subies et que M. Edmond Théry (1) évalue à 2 milliards 646 millions, rien que pour les obligations de chemins de fer, entre le 10 août 1897 et le 20 avril 1912, et à 7 milliards 401 millions si l'on y ajoute la dépréciation des actions des six grandes compagnies, du 3 o/o perpétuel et du 3 o/o amortissable ?

Il doit évidemment résulter de ces pertes, dans l'esprit des petits porteurs, une défaveur pour les valeurs qui leur causent de si cruels mécomptes. Ils pensent qu'il est bien inutile d'épargner pour voir disparaître peu à peu des économies péniblement amassées. Ainsi la baisse des valeurs affectionnées des petits capitalistes peut amener — et amène certainement dans une certaine mesure — la diminution de l'épargne. Or, la faculté d'épargner est une des principales forces de notre pays; c'est elle qui rend la plupart des autres nations tributaires de la nôtre; qui nous rend parfois arbitres de la paix et de la guerre, qui contribue largement à nous conserver notre prestige dans le monde. Évitions donc avec le plus grand soin de restreindre notre épargne !

1. *Economiste européen* du 10 mai 1912.

Gardons-nous bien pourtant de nous montrer exagérément pessimiste. La baisse des obligations peut bien inciter les petits porteurs de ces titres à restreindre leurs économies, mais elle les pousse plus encore, croyons-nous, à placer autrement leurs fonds disponibles. Si la valeur que l'on croyait si sûre subit une dépréciation au même titre que les valeurs de second ordre, pourquoi alors ne pas mettre plutôt en portefeuille ces dernières qui rapportent davantage ? Ces pensées, qu'elles viennent naturellement à l'esprit ou qu'elles soient suggérées, n'en amènent pas moins les capitalistes à modifier la composition de leur portefeuille, d'où nouvelle dépression des titres abandonnés par leur clientèle : la baisse amène la baisse.

Les petits porteurs ne sont pas seuls d'ailleurs à avoir été atteints par la baisse. Tous les établissements publics ou privés, possédant en portefeuille de la rente ou des valeurs de chemins de fer, ont souffert de la dépréciation de ces titres. Les compagnies d'assurances, notamment, qui font chaque année une nouvelle évaluation de leur portefeuille d'après les derniers cours pratiqués, doivent compléter leurs réserves par de très importants prélèvements sur les bénéfices.

Les établissements de crédit, en France, possèdent peu de valeurs de tout repos. Mais il n'en est pas de même en Angleterre où un certain nombre de banques importantes, dans le but de se montrer prudentes au degré maximum, emploient la majeure

parties des fonds provenant de leurs dépôts à l'acquisition de consolidés. Ce procédé de gestion, vraiment trop timoré et simpliste, a conduit plusieurs des établissements qui le pratiquaient, la Birbeck Bank, par exemple, à la faillite.

CONCLUSION

La baisse générale des valeurs à revenu fixe à faible rendement, qui ne cesse de s'accroître depuis quinze ans, ne constitue pas en elle-même un phénomène dont il soit nécessaire de s'alarmer outre mesure quand elle est seulement provoquée par des causes économiques d'ordre général.

N'est-il pas à souhaiter au contraire que de jeunes nations — ce qui s'est surtout produit dans la première période de baisse — se développent, améliorent leurs finances, et demandent à la vieille Europe de les aider à mettre en valeur de vastes territoires jusqu'alors incultes qui produiront les céréales nécessaires aux pays surpeuplés ?

N'est-il pas tout à fait désirable que les diverses branches du commerce et de l'industrie prennent de l'extension, comme nous l'avons constaté depuis 1906, de façon à rémunérer largement les capitaux engagés dans les affaires et à en absorber de nouveaux destinés à accroître encore les sources de richesses ?

La contre-partie qui en résulte : baisse des fonds d'État à faible rendement n'est pas elle-même si fâcheuse car elle éloigne les gouvernements de

l'emprunt. Les pays qui peuvent se procurer de l'argent à un taux exceptionnellement bas ne sont que trop tentés d'utiliser leur large crédit et de couvrir des dépenses normales au moyen de ressources extraordinaires. Quand les conditions d'emprunt deviennent de plus en plus onéreuses par suite de la baisse persistante des fonds de l'État, on hésite à emprunter dans une période peu favorable et on cherche à trouver ailleurs les ressources que les appels au crédit ne fournissent plus à aussi bon compte.

Mais la situation est bien différente pour les autres valeurs, comme les obligations de chemins de fer. Celles-ci, émises pour développer l'outillage national, sont assimilables par là aux valeurs industrielles; mais par suite de leur faible rendement, par suite aussi des relations étroites existant entre les établissements émetteurs et l'État, elles suivent en réalité le sort des emprunts de celui-ci.

Au fur et à mesure que l'industrie se développe, que le commerce devient plus actif, que le pays s'enrichit, il devient nécessaire d'améliorer les voies de communication, de maintenir l'outillage à la hauteur des besoins nouveaux. Or, précisément à ce moment, les capitaux dont on aurait tant besoin coûtent plus cher à se procurer et les émissions qu'il faut faire contribuent encore à avilir les cours.

Toutefois, l'accroissement des dépenses qui en résulte n'offre pas un grand danger si les causes de baisse proviennent uniquement du développe-

ment de l'industrie : les plus-values de recettes doivent alors compenser les charges financières nouvelles.

Mais la situation est bien différente quand la baisse est provoquée par des causes spéciales à l'industrie des transports, comme les attaques auxquelles les compagnies ont été en butte, comme un accroissement exagéré des dépenses du personnel, dépenses qui pèsent d'un poids si lourd sur les budgets des compagnies. La baisse du crédit de nos grandes entreprises de transport augmente encore leurs charges et rend leur situation plus difficile.

Les finances du pays sont elles-mêmes atteintes d'ailleurs par l'état de choses que les gouvernants ont contribué à faire naître, car les liens qui unissent l'État et les compagnies sont multiples et la prospérité de ces dernières est intimement liée à la prospérité de la nation tout entière.

Il serait donc fort intéressant de savoir si les causes qui ont amené la baisse actuelle vont persister. C'est là une question à laquelle le financier le plus perspicace, le plus averti serait bien en peine de répondre avec certitude. Tout au plus peut-on faire ressortir les tendances actuelles, essayer de dégager les éléments qui vont influencer sur les cours.

Examinons d'abord les faits susceptibles d'amener la hausse.

En premier lieu, la prospérité industrielle semble avoir atteint son apogée. Déjà des indices de crise se manifestent. Aux États-Unis, en Angleterre, en

Allemagne surtout, les commandes sont beaucoup plus rares, certains établissements même doivent commencer à restreindre leur production.

En France, les industriels sont plus prudents. Les carnets de commandes sont mieux garnis ; il n'y a pas à appréhender avant une époque encore indéterminée une réduction de travail dans la métallurgie et les manufactures. Néanmoins la crise qui se prépare atteindra sans doute aussi notre pays. Elle amènera des réductions de dividendes, peut-être des déconfitures, et la faveur du public se détachera des valeurs industrielles pour revenir aux fonds d'État de premier ordre. Même si, demain, la tempête passe sans causer trop de ruines, sans produire un revirement sérieux dans l'esprit du public, une crise plus forte se produira bien probablement plus tard, un certain nombre d'années après, et provoquera alors le mouvement inverse de celui que nous avons constaté. Est-il bien nécessaire même qu'une crise se produise pour remettre, momentanément, en faveur les vieux fonds d'État ? Ne suffirait-il pas d'un krack considérable ? Il est infiniment probable que la vogue dont jouissent actuellement les valeurs à revenu variable baisserait singulièrement le jour où on annoncerait une nouvelle faillite comme celle de l'Union Générale, une déconfiture comme celle de l'ancien Comptoir d'Escompte.

D'autre part, dans ces tout derniers temps, l'horizon politique, singulièrement obscurci, a pesé bien lourdement sur les cours. Or, aujourd'hui, les craintes

de conflit paraissent définitivement écartées. Si la situation continue à s'améliorer, il est évident que la confiance renaîtra complètement. Les affaires deviendront plus actives et ce fait constituera un sérieux motif de hausse.

Les valeurs de nos grandes compagnies de chemins de fer paraissent tout particulièrement devoir subir des influences favorables. Les attaques contre elles ont cessé. Les charges nouvelles ne paraissent pas compromettre l'avenir des compagnies qui ne jouiront bientôt plus de la garantie d'intérêt.

D'autre part, les amortissements des obligations s'élèvent chaque année. Les sommes qui y sont consacrées sont maintenant tous les ans supérieures à 200 millions. Dans ces conditions, les amortissements ne vont évidemment pas tarder à surpasser les émissions nouvelles et les effets défavorables de celles-ci sur les cours disparaîtront. Bien mieux, la réduction de la période d'amortissement augmente la prime de remboursement (1) et devient une cause de hausse de plus en plus active.

Mais si la hausse, pour toutes les raisons sus-indiquées, doit survenir à une époque indéterminée, il est très possible que les causes de baisse continueront encore longtemps à peser sur les cours.

Il est à craindre, en effet, que les cours de la rente, dont dépendent ceux des obligations de che-

1. Cette prime s'élève déjà à 0 fr. 65 0/0 environ pour les obligations Nord.

mins de fer, ne s'élèvent pas avant longtemps, bien au contraire.

Les finances de l'État ont actuellement à supporter de lourdes charges en raison des augmentations des salaires des fonctionnaires, du coût des réformes sociales et surtout des nécessités de la défense nationale. Malgré de forts excédents de recettes, les budgets sont en déficit. Un emprunt considérable, d'un milliard au moins, est imminent.

La façon dont cet emprunt serait réalisé ne paraît d'ailleurs pas très heureuse. L'émission aurait lieu par tranches en 3 o/o à 86, remboursable au bout de vingt ans au pair ou auparavant à 89. De plus, en cas de hausse de la rente, les titres émis pourraient être échangés contre du 3 o/o perpétuel. Tout d'abord l'inexistence d'une marge de hausse ne permettrait pas à la finance de s'intéresser à l'affaire. Le marché de ce nouveau type d'emprunt aurait-il, dans ces conditions, une activité suffisante ? D'autre part, la faculté d'échanger les nouveaux titres contre de la rente pèserait forcément sur les cours de cette valeur chaque fois qu'un mouvement de hausse se dessinerait. Puis les émissions par tranches semblent définitivement condamnées par les expériences fâcheuses qui en ont été faites. A-t-on oublié l'exemple du 3 o/o amortissable dont le placement, pendant une longue période, empêcha si longtemps l'essor de nos fonds nationaux ? Ne convient-il pas de retenir les paroles citées plus haut de M. Lloyd George faisant l'aveu que la baisse si accentuée des Consolidés

Anglais était due, pour une grande part, aux émissions répétées du fonds « Irish Land » ?

Enfin, l'établissement de l'impôt sur le revenu, dont nous n'avons pas à étudier ici l'utilité et l'opportunité, provoquera inévitablement des exodes de capitaux, des réalisations de rente française et d'obligations de chemins de fer. La crainte de cet impôt a déjà fait sortir de France des milliards. Sans aucun doute, les gros capitalistes continueront à faire disparaître leur fortune quand le nouveau régime fiscal sera établi.

Telles sont les causes de hausse et de baisse qui nous paraissent susceptibles d'influer dans l'avenir sur les cours des obligations de chemins de fer français. Espérons pour la prospérité future des compagnies, pour le soulagement des finances de l'État, pour la sauvegarde des intérêts des petits porteurs, que la hausse inévitable ne se fera pas trop attendre.

Vu : le Président de la thèse,

HITIER

Vu : le Doyen,

CAUWÈS

Vu et permis d'imprimer :
Le Vice-Recteur de l'Académie de Paris,

LIARD

Crise américaine de 1907.....	42
Développement de l'activité économique mondiale	47
Accroissement des émissions de valeurs industrielles	53
Hausse des prix.....	57
§ 2. — Causes de modification des cours spéciales au pays, mais ne se rapportant pas particulièrement à la valeur.....	73
Mesures fiscales.....	73
Achats de la clientèle obligatoire.....	86
Achats de la Caisse des dépôts et consignations	87
Achats des sociétés d'assurances.....	95
§ 3. — Causes spéciales aux obligations de chemins de fer qui ont amené la baisse de ces valeurs	97
Émissions très élevées, à guichets ouverts, d'obligations de chemins de fer.....	98
Attaques dirigées contre les compagnies de chemins de fer.....	115
Loi Rabier du 17 mars 1905.....	116
Augmentation des salaires du personnel... ..	117
La grève des cheminots... ..	121
Mesures prises ou projetées à l'égard des compagnies.....	124

TROISIÈME PARTIE

PÉRIODE COMMENÇANT EN 1912	133
----------------------------	-----

Émissions d'obligations 4 fr. 0/0 du chemin de fer de l'État.....	139
Diminution des achats de la clientèle obligatoire.....	147

QUATRIÈME PARTIE

CONSÉQUENCES DE LA BAISSÉ 149

§ 1. — Conséquences de la baisse à l'égard des emprunteurs.....	149
Situation des compagnies de chemins de fer..	149
Situation de l'État.....	155
§ 2. — Conséquences de la baisse à l'égard du public capitaliste.....	155
CONCLUSION.....	159

Imp. JURIS-CLASSEUR, 18, rue Séguier, Paris. — 2321-13
